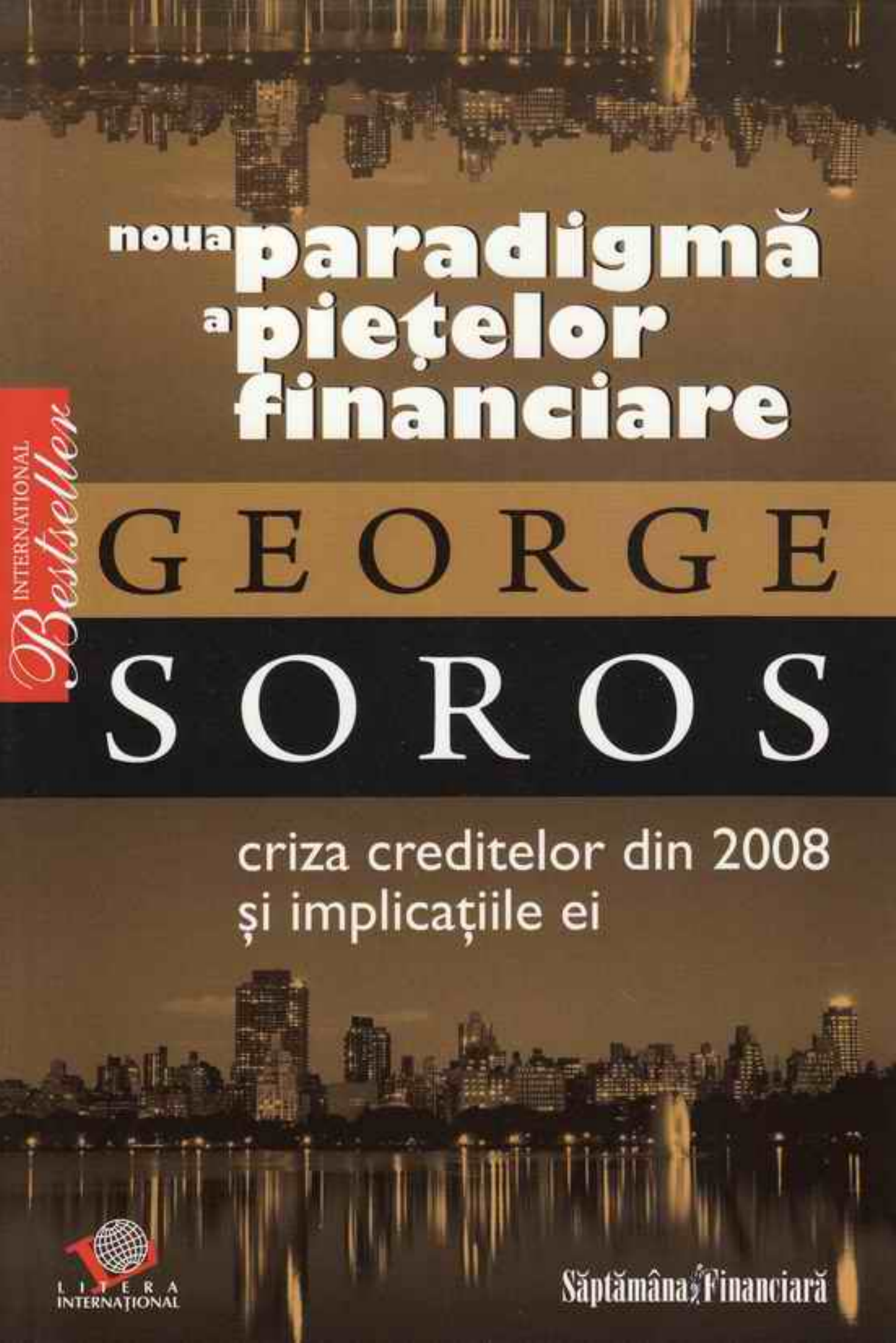

noua paradigmă a pieţelor financiare
INTERNATIONAL Bestseller
GEORGE SOROS
criza creditelor din 2008 şi implicaţiile ei
LITERA INTERNAŢIONAL
Săptămâna Financiară

Editura „Litera Internaţional"
O. P. 53; C.P. 212, sector 4, Bucureşti, România
tel./fax (021) 3196390; email: comenzi@litera.ro

Traducere şi adaptarea:
Graal Soft – Integrated Translation Services
cu sprijinul de specialitate acordat de
Cristina Bob şi Ovidiu Pocan de la
Capital Partners

Copyright©2008 by George Soros
Published in United States by PublicAffairs™,
a member of The Perseus Books Group

Copyright©2008, Litera Internaţional
pentru versiunea în limba română.
Toate drepturile sunt rezervate

Ne puteţi vizita pe

Editor: Vidraşcu şi fiii
Redactor: Christian Ferencz Flatz, Daiana Nedelcu
Concepţia grafică şi coperta: Mihai Suciu
Tehnoredactare şi pre-press: Ofelia Coşman

Tipărit în Italia

SOROS, GEORGE
NOUA PARADIGMĂ A PIEŢELOR FINANCIARE:
CRIZA CREDITELOR DIN 2008 ŞI IMPLICAŢIILE EI /
George Soros - Bucureşti: Litera Internaţional, 2008
ISBN 978-973-675-494-4

I. Graal Soft (trad.)

336.77

Cuprins

Introducere 7
Descrierea contextului 11

Partea I: Perspectiva 21
1. Ideea de fond 23
2. Autobiografia unui filozof ratat 29
3. Teoria reflexivității 38
4. Reflexivitatea pe pieţele financiare 56

Partea a II-a: Criza curentă şi consecinţele ei 77
5. Ipoteza superbaloanelor de săpun 79
6. Autobiografia unui speculant de succes 98
7. Prognoza mea pentru 2008 110
8. Câteva recomandări de principiu 125

Concluzii 133
Mulţumiri 139
Despre autor 140

INTRODUCERE

Ne aflăm în mijlocul celei mai grave crize financiare din 1930 încoace. În câteva privințe, ea se aseamănă cu alte crize apărute în ultimii douăzeci și cinci de ani, dar se și diferențiază net de acestea: criza curentă marchează sfârșitul unei ere a extinderii creditelor, având dolarul ca monedă internațională de referință. Crizele periodice anterioare făceau parte dintr-un proces avans-declin mai amplu; criza curentă reprezintă punctul culminant al unui uriaș avânt economic care a durat peste douăzeci și cinci ani.

Pentru a înțelege ce se întâmplă, avem nevoie de o nouă paradigmă. Paradigma aflată în vigoare astăzi, potrivit căreia piețele financiare tind spre echilibru, este atât falsă, cât și înșelătoare. Problemele noastre actuale sunt în mare măsură o consecință a faptului că sistemul financiar internațional a fost dezvoltat pe baza acestei paradigme.

Noua paradigmă pe care o propun nu se limitează la piețele financiare. Ea are la bază raportul dintre gândire și realitate, susținând ideea potrivit căreia interpretările și concepțiile greșite joacă un rol important în modelarea istoriei. Am început să dezvolt această bază conceptuală ca student la Școala de Studii Economice din Londra, înainte să devin activ pe piețele financiare. După cum am mai afirmat, am fost influențat de filozofia lui Karl Popper, iar asta m-a făcut să pun la îndoială presupozițiile pe care se bazează teoria competiției perfecte, mai ales în ceea ce privește cunoașterea perfectă. Am realizat că participanții la piață nu își pot baza deciziile numai pe cunoaștere, iar percepțiile lor subiective pot influența nu doar prețurile pieței, ci și aspectele de bază pe care se presupune că trebuie să le reflecte prețurile. Am susținut ideea că gândirea participanților joacă o dublă funcție. Pe de-o parte, ei încearcă să-și înțeleagă situația.

Am denumit acest lucru funcție cognitivă. Pe de altă parte, ei încearcă să schimbe situația. Acest lucru l-am numit funcție participativă sau manipulatoare. Cele două funcții lucrează în direcții diferite și, în anumite circumstanțe, pot interfera una cu cealaltă. Am denumit acest lucru reflexivitate interferențială.

Atunci când am devenit un participant pe piață, am aplicat această bază conceptuală la realitatea piețelor financiare, ceea ce mi-a permis să înțeleg mai bine procesele de tip creștere-declin, care se susțin singure inițial, dar care ulterior se transformă de la sine într-un fiasco. Am aplicat cele învățate ca manager al unui fond de *hedging (fond speculativ cu grad înalt de risc)*. Am explicat teoria reflexivității în prima mea carte, *Alchimia finanțelor*, publicată în 1987. Cartea a lansat un curent de adepți, dar teoria reflexivității nu a fost luată în serios în cercurile academice. Eu însumi nu eram sigur dacă spuneam sau nu ceva nou și semnificativ. În definitiv, era vorba de una dintre cele mai importante și mai îndelung studiate probleme filozofice și tot ce se putea spune despre subiect fusese probabil deja spus. Totuși, baza mea conceptuală a rămas foarte importantă pentru mine. Mi-a deschis atât posibilitatea de a face bani ca manager al unui fond de *hedging*, cât și aceea a cheltuirii lor în scopuri filantropice, ceea ce a devenit o parte integrantă a identității mele.

Atunci când s-a declanșat criza financiară, m-am retras din gestionarea activă a fondului meu de *hedging*, pe care între timp îl transformasem într-un fond de investiții în scopuri caritabile, mai puțin agresiv. Criza m-a forțat totuși să îmi îndrept din nou atenția spre piețele financiare și m-am implicat mai mult în investiții. Apoi, spre sfârșitul anului 2007, am decis să scriu o carte care să analizeze și să explice situația prezentă. Aveam trei motive: în primul rând era urgentă nevoie de o nouă paradigmă pentru a înțelege mai bine ce se întâmpla. În al doilea rând, un studiu serios mă putea ajuta în deciziile referitoare la investiții. În al treilea rând, printr-o cercetare întreprinsă la momentul oportun asupra piețelor financiare, mă asiguram că teoria reflexivității își primește în sfârșit recunoașterea. Este dificil să atragi atenția cu o teorie abstractă, dar oamenii sunt foarte interesați de piețele financiare, mai ales când participă la tumultul lor. Folosisem deja piețele financiare ca teren de testare pentru teoria reflexivității în *Alchimia finanțelor*; iar situația actuală prezenta o oportunitate excelentă pentru a-i demonstra relevanța și importanța. Dintre cele trei motive, al treilea a cântărit cel mai greu în decizia mea de a publica această carte.

Datorită faptului că am avut mai multe obiective în scrierea ei, cartea este mai complicată decât ar fi fost dacă se concentra doar asupra dezvăluirii crizei financiare. Voi explica pe scurt în ce fel se aplică teoria reflexivității la criza financiară. Contrar teoriei economice clasice, care presupune o cunoaștere perfectă, nici participanții la piață și nici autoritățile monetare sau fiscale nu își pot baza deciziile doar pe cunoaștere. Raționamentele și concepțiile lor greșite afectează prețurile pieței și, chiar mai important, prețurile pieței afectează aspectele de bază pe care acestea ar trebui să le reflecte. Prețurile de pe piață nu rezultă dintr-un echilibru teoretic într-o manieră aleatorie, așa cum susține paradigma actuală. Opiniile participanților și ale celor ce dirijează piața nu corespund niciodată stării de fapt; pieței nu ajung niciodată la echilibrul postulat de teoria economică. Între percepție și realitate există o legătură reflexivă în ambele sensuri, care poate genera procese dezvoltare-declin de tip „balon", care inițial se autosusțin, urmând apoi să se autodistrugă. Fiecare „balon" este format dintr-un curent și un raționament greșit care interacționează într-o manieră reflexivă. La un moment dat exista un balon pe piața locuințelor în Statele Unite, dar criza curentă nu a însemnat doar crahul acestuia, ci ea este mai amplă decât crizele financiare periodice pe care le-am trăit de-a lungul timpului. Toate aceste crize au făcut parte din ceea ce am numit un superbalon de săpun — un proces reflexiv pe termen lung, care a evoluat în ultimii douăzeci și cinci de ani. El constă dintr-un curent predominant — extinderea creditelor, și o concepție greșită — fundamentalismul de piață (cunoscut și ca politica *laissez-faire* în secolul al XIX-lea), potrivit căreia pieței ar trebui să aibă mână liberă. Crizele anterioare au servit ca teste de succes ce au întărit curentul și concepția dominantă. Criza de azi constituie însă punctul de cotitură ce demonstrează inaplicabilitatea lor.

Toate acestea necesită o sumedenie de explicații suplimentare. În urma unei descrieri a contextului, dedic prima parte a cărții teoriei reflexivității, care depășește limitele sferei pieței financiare. Cei interesați doar de criza curentă vor găsi și pasaje mai greu de parcurs, dar pentru cei care fac totuși efortul, sper ca el să merite făcut. Ideea prezentată constituie interesul meu major, munca vieții mele. Cititorii cărților mele anterioare vor observa că am repetat niște pasaje, întrucât părerile și demonstrațiile mele rămân aceleași. Partea a doua a cărții se bazează atât pe o bază conceptuală, cât și pe experiența mea de manager al unui fond de *hedging*, ambele menite să aducă lumină asupra situației actuale.

DESCRIEREA CONTEXTULUI

Declanșarea crizei financiare actuale poate fi fixată în mod oficial în august 2007. A fost momentul în care băncile centrale au trebuit să intervină pentru a furniza lichidități sistemului bancar. După cum relatează BBC*:

- Pe 6 august, American Home Mortgage, una dintre cele mai mari societăți americane independente de credit pentru locuințe, a dat faliment, după ce a concediat mare parte din personal. Compania a declarat că este o victimă a prăbușirii pieței de locuințe din SUA, prăbușire care a antrenat mulți creditori și debitori de credite subprime, cu grad mare de risc.
- Pe 9 august, piața creditelor pe termen scurt a înghețat după ce o mare bancă franceză, BNP Paribas, a suspendat trei dintre fondurile sale de investiții, în valoare de 2 miliarde de euro, invocând problemele din sectorul ipotecar subprime din SUA. BNP a declarat că nu poate evalua activele din fonduri, pentru că piața a dispărut. Banca Central Europeană a făcut o infuzie de 95 miliarde de euro în sistemul bancar al zonei euro pentru a trece mai ușor peste criza creditelor subprime. Rezerva Federală a SUA și Banca Japoniei au luat măsuri similare.
- Pe 10 august, Banca Central Europeană a pus la dispoziția fondurilor bancare încă 61 miliarde euro. Rezerva Federală a SUA a afirmat că

* BBC News, „Cronologia crizei subprime: Cum a evoluat criza subprime?" http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7096845.stm.

va furniza în cel mai scurt timp câți bani vor fi necesari pentru combaterea problemei creditelor.

- Pe 13 august, Banca Centrală Europeană a pompat 47,7 miliarde euro în piețele financiare, a treia infuzie de bani în tot atâtea zile. Băncile centrale din Statele Unite și din Japonia au plusat de asemenea peste sumele acordate anterior. Goldman Sachs a afirmat că va oferi 3 miliarde de dolari pentru susținerea unui fond de *hedging* lovit de criza creditelor.
- Pe 16 august, Countrywide Financial, cel mai mare dezvoltator de afaceri ipotecare, și-a retras întreaga linie de creditare de 11,5 miliarde dolari. Creditorul ipotecar australian Rams a admis, de asemenea, că are probleme cu lichiditățile.
- Pe 17 august, Rezerva Federală Americană a scăzut la jumătate rata de *discount* (rata dobânzii la care împrumută băncile), pentru a ajuta băncile să-și rezolve problemele de creditare. (Dar nu a fost de folos. Ca urmare, băncile centrale din lumea dezvoltată au sfârșit prin a pompa sume importante de bani, pe perioade lungi de timp, acceptând o plajă mai largă de titluri colaterale, ca niciodată în istorie.)
- Pe 13 septembrie, s-a descoperit că Northern Rock (cea mai mare bancă ipotecară britanică) era aproape de insolvabilitate — ceea ce a declanșat, pentru prima oară în ultima sută de ani în Marea Britanie, o migrație rapidă a clienților spre alte bănci.

Criza s-a apropiat cu pași înceți, dar ea putea fi anticipată cu șapte ani înainte. Originile ei se găsesc în spargerea balonului Internet la sfârșitul anului 2000. Rezerva Federală răspunsese prin scăderea ratei fondurilor federale de la 6,5% la 3,5% în doar câteva luni. Apoi au venit atacurile teroriste din 11 septembrie 2001. Pentru a contracara căderea economică, Rezerva Federală a continuat să scadă ratele — până la 1% în iulie 2003, cea mai scăzută rată din ultima jumătate de secol, menținută un an întreg. Pentru treizeci și unu de luni consecutiv, diferența dintre rata inflației și rata dobânzii pe termen scurt a fost una negativă.

Moneda ieftină a dat naștere unui boom pe piața locuințelor, o explozie în achizițiile de companii cu bani împrumutați și alte excese. Când moneda e practic gratuită, orice creditor rațional va continua să crediteze până când nu mai are pe cine. Creditorii ipotecari și-au scăzut standardele și au inventat noi moduri în care să stimuleze afacerile și să genereze comisioane. Băncile de investiții de pe Wall Street au dezvoltat o varietate de

noi tehnici pentru a transfera riscul de creditare către alți investitori, precum fondurile de pensii și cele mutuale, care erau dornice de profit. Ele au creat de asemenea vehicule de investiții structurate (SIV) pentru a-și păstra pozițiile în bilanțuri.

Din 2000 până la mijlocul lui 2005, valoarea pe piață a locuințelor existente a crescut cu peste 50% și s-a declanșat o frenezie a construcțiilor. Merrill Lynch estima că jumătate din creșterea PIB-ului american din prima jumătate a lui 2005 avea legătură cu problema locuințelor, fie direct, prin construcție și cumpărarea de obiecte necesare într-o locuință, de exemplu mobilă, fie indirect, prin cheltuirea banilor generați din refinanțarea ipotecilor. Martin Feldstein, fost președinte al consilierilor prezidențiali pe probleme economice, estima că din 1997 până în 2006, consumatorii au obținut peste 9 miliarde de dolari bani gheață din rata ipotecară. Un studiu din 2005 condus de Alan Greenspan afirma că în anii 2000, retragerile de bani din ipotecile pe locuințe finanțau 3% din consumul personal. În primul trimestru al lui 2006, banii obținuți din retragerile de rate ipotecare egalau aproape 10% din venitul personal disponibil.*

Creșterea înzecită a prețurilor la case a favorizat speculațiile. Când se așteaptă ca valoarea proprietății să crească mai mult decât valoarea împrumutului, devine evidentă tendința de a deține mai multe proprietăți decât pot fi ocupate. În 2005, 40% din casele cumpărate nu funcționau ca reședințe permanente, ci ca investiții sau case de vacanță.** Cum creșterea veniturilor medii reale era anemică în anii 2000, creditorii și-au pus ingeniozitatea la încercare pentru a face locuințele să pară convenabile. Cele mai populare instrumente pe care le-au folosit erau creditele ipotecare cu rate variabile (ARM), cu oferte speciale având ratele inițiale sub media pieței, oferite pentru o perioadă de doi ani. Se presupunea că după doi ani, când începea achitarea ratelor mari, ipoteca ar fi refinanțată, profitând de pe urma creșterii prețurilor și generând o nouă serie de comisioane pentru

---

* *Economist*, 10 septembrie 2005; Martin Feldstein, „Housing, Credit Markets and the Business Cycle", Cercetare a National Bureau of Economic Research 13,471, octombrie 2007; Alan Greenspan și James Kennedy, „Estimates of Home Mortgage Origination, Repayments, and Debts on One- to Four-Family Residences", Cercetare a echipei Federal Reserve 2005 - 41 (date actualizate în 2007 de Dr. Kennedy și furnizate autorului).

** Joseph R. Marson și Joshua Rosner, „How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralised Debt Obligation Market Disruption?", lucrare prezentată la Hdson Institute, Washington, D.C., 15 februarie 2007, 11.

creditori. Standardele de creditare s-au prăbuşit, iar ipotecile au devenit disponibile pentru persoane cu riscuri mari de creditare (numite ipoteci subprime), multe dintre ele foarte convenabile. Erau frecvente creditele *Alt-A* (sau creditele mincinoase), care necesitau documentaţie puţină sau uneori deloc, incluzând, în cazuri extreme împrumuturile *ninja* (care nu necesitau nici deţinerea unui loc de muncă, nici venituri, nici garanţii), adesea susţinute de complicitatea brokerilor şi a creditorilor ipotecari.

Băncile şi-au vândut ipotecile cu grad mare de risc, prezentându-le drept titluri numite obligaţiuni de plată garantate (CDO). Acestea au canalizat fluxuri de capital din mii de ipoteci înspre o serie ierarhizată de obligaţiuni cu riscuri şi beneficii pe gustul fiecărui investitor. Tranşele din fruntea ierarhiei, care cuprindeau poate 80% din obligaţiuni ar fi trebuit să facă apel la toate fluxurile de capital susţinătoare, pentru a fi vândute la o rată AAA. Nivelurile inferioare absorbeau un grad mai mare de risc, dar aduceau beneficii mai mari. În practică, băncile şi agenţiile au subestimat grosolan riscurile inerente unor absurdităţi precum împrumuturile *ninja*.

Securizarea era menită să reducă riscurile prin ierarhizarea lor şi prin diversificarea geografică. S-a observat ulterior că astfel creşteau de fapt riscurile, transferând posesia ipotecilor de la băncile care îşi cunoşteau clienţii spre investitorii care nu îi cunoşteau. În locul unei bănci sau unei case de economii şi consemnaţiuni, care să aprobe un credit şi apoi să îl reţină în arhivele proprii, împrumuturile erau făcute de brokeri, „depozitate" apoi temporar de bănci ipotecare slab capitalizate şi vândute în bloc băncilor de investiţii, care realizau CDO-uri, cotate de către agenţiile de *rating* şi vândute apoi investitorilor instituţionali. Toate veniturile de la sursa originală până la destinaţia finală erau taxate — cu cât mai mare era volumul de bani, cu atât mai mare era suma comisioanelor. Şansa de a obţine bani din comisioane fără riscuri a încurajat practicile de afaceri superficiale şi înşelătoare. În zona de subprime, care se ocupa de clienţii mai puţin informaţi şi fără experienţă erau frecvente acţiunile frauduloase. Expresia „rate incitante" a dat tonul în acest sens.

Începând cu 2005, securizarea a devenit o manie. Era uşor şi rapid să creezi titluri sintetice care mimau riscurile titlurilor reale, dar nu reflectau şi costurile de cumpărare şi menţinere a împrumuturilor reale. Titlurile riscante puteau fi deci multiplicate mult peste stocul real de pe piaţă. Bancheri întreprinzători au împărţit CDO-urile în CDO-uri ale CDO-urilor sau CDO^2, ba chiar şi CDO^3. Tranşele superioare ale CDO-urilor mai prost cotate obţineau cotaţii maxime. În felul acesta,

s-au creat mai multe pasive de grad AAA decât active. Într-un final, produsele sintetice au ajuns responsabile pentru jumătate din volumul comercializat.

Mania securizării nu s-a limitat la ipoteci, ci s-a răspândit și spre alte forme de credit. Cea mai amplă piață sintetică era constituită din *swap* pe risc de credit (CDS).

Acest misterios instrument financiar sintetic a fost inventat în Europa, la începutul anilor 1990. CDS-urile timpurii erau acorduri personalizate între două bănci. Banca A, vânzătorul de *swap* (achizitorul garanției) era de acord să plătească o taxă anuală pentru o perioadă anume de ani către Banca B, cumpărătorul de *swap* (vânzătorul garanției), în schimbul unui portofoliu de împrumuturi. Banca B se obliga să acopere pierderile Băncii A derivate din acest portofoliu pe timpul schimbului. Înainte de CDS, o bancă care dorea să își diversifice portofoliul trebuia să cumpere sau să vândă segmente de împrumuturi, ceea ce era complicat, pentru că era nevoie de permisiunea debitorului; prin urmare, această formă de diversificare a devenit foarte populară. Termenii s-au standardizat și valoarea de piață a contractelor a crescut până la aproape o mie de miliarde de dolari până în 2000.

Fondurile de *hedging* au intrat pe piață în forță la începutul anilor 2000. Fondurile de *hedging* specializate pe credite activau efectiv ca niște companii de asigurări fără licență, colectând beneficii din CDO-uri și alte titluri pe care le asigurau. Valoarea asigurării era adesea pusă sub semnul întrebării, deoarece contractele puteau fi atribuite fără anunțarea celorlalte părți. Această piață a crescut exponențial până a ajuns să pună în umbră toate celelalte piețe, în termeni nominali. Valoarea nominală estimată a contractelor CDS este de 42,6 bilioane de dolari. Pentru a avea un punct de referință, această sumă este aproape egală cu suma averilor personale a tuturor cetățenilor Statelor Unite. Capitalizarea pieței titlurilor de valoare din SUA este de 18,5 bilioane dolari, iar piața de obligațiuni de trezorerie din SUA este de doar 4,5 bilioane de dolari.

Mania securizării a dus la o creștere enormă a folosirii efectului de levier. Pentru a deține obligațiuni obișnuite, era nevoie de o marjă de 10%; obligațiunile sintetice create prin *swap* pe risc de credit puteau fi comercializate cu o diferență de 1,5%. Acest lucru permitea fondurilor de *hedging* să obțină profit, prin exploatarea gradelor ierarhizate de risc, pe baza efectului de levier, scăzând beneficiile rezultate din riscuri.

Situaţia era sortită unui deznodământ nefericit şi exista deja un precedent în sensul acesta. Piaţa obligaţiunilor ipotecare colaterale (CMO) începuse să se dezvolte în anii 1980. În 1994, piaţa tranşelor cel mai slab cotate — sau „deşeurile toxice", după cum erau numite — a explodat atunci când un fond de *hedging* de 2 miliarde de dolari nu a putut plăti suma datorată, ceea ce a dus la desfiinţarea Kidder Peabody şi la pierderi în valoare totală de 55 miliarde dolari. Dar nu s-a luat nici o măsură de reglementare. Fostul guvernator al Rezervei Federale, Edward M.Gramlich, l-a atenţionat în particular pe preşedintele Rezervei Federale, Alan Greenspan, în privinţa comportamentului abuziv de pe piaţa ipotecară din sectorul subprime în 2000, dar atenţionarea a fost trecută cu vederea. Gramlich şi-a exprimat îndoielile în mod public în 2007 şi a publicat o carte despre balonul din sectorul subprime, înainte ca prima criză să izbucnească. Charles Kindleberger, expert în crize, avertiza asupra crizei de pe piaţa locuinţelor în 2002. Martin Feldstein, Paul Volcker (fost preşedinte al Rezervei Federale) şi Bill Rhodes (funcţionar superior la Citibank) au făcut şi ei atenţionări, dar fără efect. Nouriel Roubini a prezis faptul că balonul de pe piaţa imobiliară va duce la recesiune în 2006. Dar nimeni, nici măcar eu, nu a anticipat cât de mare va fi această criză şi cât de mult va dura. După cum s-a scris recent în *Wall Street Journal*, existau multe fonduri de *hedging* care luaseră o atitudine prudentă pe piaţa locuinţelor dar care „au suferit pierderi imense aşteptând prăbuşirea", astfel încât într-un final şi-au abandonat poziţiile*.

La începutul lui 2007 au apărut tot mai des semne ale dezastrului. Pe 22 februarie, HSBC l-a concediat pe directorul departamentului de împrumuturi ipotecare din SUA, admiţând pierderi de 10,8 miliarde de dolari. La 9 martie, DR Horton, cel mai mare constructor de locuinţe american, a avertizat în privinţa pierderilor ipotecare din sectorul subprime. Pe 12 martie, compania New Century Financial, unul dintre cei mai mari creditori din sectorul subprime, şi-a suspendat tranzacţionarea acţiunilor, în urma temerilor că firma se îndreaptă spre faliment. Pe 13 martie a fost raportat faptul că plăţile întârziate ale ipotecilor şi executările silite au atins noi cote maxime. Pe 16 martie, Accredited Home Lenders Holding a scos la vânzare 2,7 miliarde de dolari din registrul de împrumut a sectorului subprime cu o reducere serioasă, pentru a genera numerarul necesar

* Wall Street Journal, 27 februarie 2008 şi 15 ianúarie 2008; New York Times, 26 octombrie 2007

operațiunilor de afaceri. La 2 aprilie, New Century Financial a invocat Articolul 11 referitor la protecția împotriva falimentului, după ce a fost forțată să reachiziționeze contravaloarea a miliarde de dolari investiți în credite problemă*.

Pe 15 iunie 2007, Bear Stearns a anunțat că două mari fonduri ipotecare de *hedging* aveau probleme cu realizarea apelurilor în marjă. În cunoștință de cauză, Bear a creat o linie de credit în valoare de 3,2 miliarde dolari pentru a salva unul dintre fonduri, lăsându-l pe celălalt să se prăbușească. Capitalurile investitorilor, în valoare de 1,5 miliarde dolari, au fost în mare parte pierdute.

Eșecul din iunie al celor două fonduri ipotecare de *hedging* Bear Stearns a zguduit piețele, dar președintele Rezervei Federale Americane, Ben Bernanke, împreună cu alți manageri au reasigurat publicul că problema din sectorul subprime este un fenomen izolat. Prețurile s-au stabilizat, cu toate că fluxul de vești proaste a continuat neabătut. La data de 20 iulie, pierderile din sectorul subprime erau estimate de Bernanke la numai 100 miliarde dolari. Când Merrill Lynch și Citigroup au consemnat mari pierderi în cadrul obligațiunilor interne colaterale de debit, piețele au înregistrat într-adevăr o ușoară creștere. S&P 500 a atins o nouă cotă maximă la mijlocul lui iulie.

Abia la începutul lui august s-a tras semnalul de alarmă pentru piețele financiare. Momentul în care Bear Stearns a invocat protecția împotriva falimentului pentru două fonduri de *hedging* expuse creditelor din sectorul subprime și împiedicarea clienților de a retrage numerar de la un al treilea fond a provocat un adevărat șoc. După cum am menționat, Bear Stearns a încercat să salveze aceste entități prin furnizarea unui fond adițional de 3,2 miliarde de dolari.

Odată ce criza a izbucnit, problemele de pe piețele financiare au fost dezvăluite cu o rapiditate remarcabilă. Tot ce putea merge prost a mers prost. Un număr mare de puncte slabe a fost dezvăluit într-o perioadă foarte scurtă de timp. Căderea ce începuse în sectorul ipotecar subprime s-a extins curând în zona CDO, în special către cele sintetice constituite pe baza tranșelor superioare ale ipotecilor din sectorul subprime. CDO-urile nu erau ușor de tranzacționat, dar existau indici ai diverselor ramificații ce puteau fi tranzacționați. Investitorii care urmăreau să-și

* „Previziuni sumbre pe piața locuințelor pentru firmele americane", BBC News, 8 martie 2007 http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6429815.stm.

acopere investiţiile şi vânzătorii de ocazie ce urmăreau profituri rapide s-au grăbit să vândă aceşti indici, care au scăzut în mod ameţitor, aducând în discuţie valoarea diverselor branşe CDO pe care erau responsabili să le reprezinte. Băncile de investiţii au îndepărtat în număr mare CDO-urile din bilanţ prin aşa-numitele vehicule investiţionale structurate (SIV). SIV şi-au finanţat poziţiile emiţând efecte comercial garantate. După ce valoarea CDO-urilor a fost pusă sub semnul întrebării, piaţa efectelor comerciale a îngheţat, iar băncile de investiţii au fost forţate să ajute SIV-urile. Multe bănci de investiţii au preluat SIV-urile în propriile bilanţuri, fiind forţate să admită pierderi mari în timpul acestui proces. Totodată, băncile de investiţii erau angajate în împrumuturi imense pentru a putea finanţa achiziţiile pe datorie. În mod obişnuit, ele ar fi strâns la un loc aceste împrumuturi sub denumirea de obligaţiuni de credit garantate (CLO) şi le-ar fi vândut, dar pentru că piaţa CLO împreună cu piaţa CDO ajunseseră la saturaţie, au permis băncilor să deţină o sumă de aproape 250 miliarde de dolari. Unele bănci au permis SIV-urilor să explodeze, iar altele şi-au negat obligaţiile de achiziţie pe datorie. Acest fapt, alături de mărimea pierderilor suferite de bănci, au slăbit bursa de valori, iar fluctuaţiile de preţ au devenit haotice. Aşa-numitele fonduri de *hedging* neutre, care exploatează micile discrepanţe dintre preţurile pieţei prin folosirea unui efect de levier masiv, au încetat să mai fie neutre, înregistrând pierderi neobişnuite. Câteva fonduri bazate pe efectul de levier au fost eliminate, stricând reputaţia propriilor sponsori şi declanşând procese juridice.

Toate acestea au pus o presiune nemaipomenită asupra sistemului bancar. Băncile au fost nevoite să adauge bilanţurilor elemente noi, în momentul în care baza lor de capital era deteriorată de pierderi neaşteptate. Ele au înregistrat dificultăţi evaluând expunerea proprie şi încă şi mai mari dificultăţi în evaluarea contrapartidelor. Prin urmare au devenit ezitante în acordarea de împrumuturi reciproce şi în acelaşi timp dornice să-şi stocheze lichidităţile. La început, băncile centrale au întâmpinat dificultăţi în infuzarea lichidităţilor necesare, deoarece băncile comerciale au evitat folosirea facilităţilor ce conţineau obligaţii şi ezitau să tranzacţioneze între ele, dar în cele din urmă aceste obstacole au fost depăşite. Cu toate acestea, dacă există un lucru pe care băncile centrale ştiu să-l facă, acesta este furnizarea de lichidităţi. Numai Banca Angliei a suferit un dezastru major în momentul în care a încercat să salveze Northern Rock, un creditor ipotecar extins mult prea mult. Eforturile sale de salvare au condus la

preluarea acestuia. În final, Northern Rock a fost naționalizat, iar obligațiile sale s-au adăugat datoriei naționale, împingând Marea Britanie către limitele impuse prin Tratatul de la Maastricht.

Cu toate că au fost furnizate lichidități, criza refuza să scadă în amploare. Desfășurarea creditelor a continuat să se adâncească. Aproape toate băncile importante — Citigroup, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bank of America, Wachovia, UBS, Credit Suisse — au anunțat pierderi semnificative în ultimul trimestru, iar multe dintre acestea au semnalat continuarea pierderilor în 2008. AIG și Credit Suisse au anunțat pierderi preliminare în ultimul trimestru pe care le-au revizuit în mod repetat, lăsând impresia de necontestat că ar fi scăpat de sub control bilanțurile. Un fiasco tranzacțional în valoare de 7,2 miliarde de dolari la Société Générale, anunțat pe 25 ianuarie 2008, a coincis cu punctul culminant al vânzărilor de pe bursa de valori și cu reducerea extraordinară cu 75 de puncte din punctul nominal de dobândă al fondului federal cu opt zile înainte de întâlnirea periodică programată, moment în care dobânda a fost redusă cu încă 50 de puncte, caz fără precedent.

Catastrofa s-a extins de la piața imobiliară rezidențială la datorii pe cardurile de credit, datorii auto, până la piața imobiliară industrială. Neplăcerile companiilor de asigurări cu o singură linie, care în mod obișnuit se specializau în obligațiuni municipale, dar care se aventuraseră în produsele de asigurare structurate și sintetice, au subminat piața de obligațiuni municipale. O problemă și mai mare rămasă nerezolvată se întrevede deja pe piața *swapurilor* pe risc de credit.

În ultimele decenii, Statele Unite au trecut prin câteva crize financiare majore, precum criza împrumuturilor internaționale din anii 1980 și criza economiilor și a creditelor de la începutul anilor 1990. Dar criza actuală are un cu totul alt caracter. Ea s-a extins de la un segment al pieței către celelalte, în special către cele ce angajează instrumente structurate și sintetice nou create. Atât expunerea, cât și baza de capital a principalelor instituții financiare au fost aduse în discuție, iar îndoielile vor rămâne cel mai probabil nerezolvate pentru o perioadă prelungită de timp. Acest lucru împiedică funcționarea normală a sistemului financiar și poate avea consecințe enorme pentru economia reală.

Pieţele financiare împreună cu autoritățile financiare nu s-au grăbit să recunoască faptul că economia reală este în chip evident influențabilă. Este foarte greu de înțeles de ce se întâmplă asta. Economia reală a fost stimulată de extinderea creditelor. De ce nu ar fi deci influențată negativ

de contracţia creditelor? Nu putem să trecem cu vederea ideea că atât autorităţile financiare, cât şi participanţii la piaţă au concepţii fundamental greşite privind felul în care funcţionează pieţele financiare. Aceste concepţii s-au manifestat nu numai prin eşecul de a înţelege ceea ce se întâmplă; ele au dat curs liber şi exceselor care se află la baza tulburărilor de pe piaţa actuală.

Voi demonstra faptul că sistemul financiar global a fost construit pe baza unor premise false. Această afirmaţie ar fi şocantă, dacă nu ar exista afirmaţia, şi mai şocantă, potrivit căreia concepţiile greşite caracterizează nu numai pieţele financiare, ci şi *toate* constructele umane.

În Partea I, voi descrie baza mea conceptuală în condiţiile în care funcţionarea pieţelor financiare poate fi înţeleasă. În Partea II, voi aplica această teorie asupra momentului prezent.

Partea I

PERSPECTIVA

Capitolul 1

IDEEA DE FOND

Ideea de la care pornesc este aceea că înțelegerea lumii în care trăim este în mod inerent imperfectă pentru că suntem o parte a ceea ce încercăm să înțelegem. Poate că există și alți factori care interferează cu capacitatea noastră de a acumula cunoștințe asupra lumii naturale, dar un obstacol formidabil în fața înțelegerii stării omenești de fapt este tocmai faptul că facem parte din lume.

Oamenii dotați cu această înțelegere imperfectă interacționează cu realitatea în două moduri — pe de o parte, ei încearcă să înțeleagă lumea în care trăiesc, ceea ce eu numesc funcție cognitivă. Pe de altă parte, ei încearcă să aibă un impact asupra lumii și să schimbe situația în avantajul lor. Obișnuiam să o numesc funcție participatoare, dar din anumite motive consider că este mai potrivit să o denumesc funcție manipulatoare.* Dacă cele două ar fi izolate, ele și-ar servi scopul cu succes: înțelegerea participanților s-ar califica drept cunoaștere, iar acțiunile lor ar avea rezultatele dorite. Din acest motiv, este tentant să postulez ideea că cele două funcții operează în fapt izolat una de cealaltă. Această presupunere a fost enunțată în teoria economică, dar nu este justificată, cu excepția circumstanțelor excepționale când participanții fac eforturi suplimentare pentru a separa cele două funcții. Acesta este poate cazul savanților din sfera științelor sociale, care sunt devotați trup și suflet cunoașterii; dar nu se aplică

* Cercetătorii cognitiviști o numesc funcția executivă. Pentru a o separa de raționamentul teoretic, Aristotel o numea raționament practic, echivalentul funcției cognitive.

participanţilor la evenimentele pe care le studiază. Oamenii de ştiinţă, mai ales economiştii tind să ignore acest lucru, din motive pe care le voi explica mai târziu.

Atunci când ambele funcţii operează în acelaşi timp, ele pot interfera. Pentru ca funcţia cognitivă să producă cunoaştere, ea trebuie să trateze fenomenul social ca pe un dat independent; doar atunci fenomenele pot fi considerate drept fapte care să corespundă afirmaţiilor observatorului. În mod similar, deciziile trebuie bazate pe cunoaştere pentru a produce rezultatele dorite. Dar, atunci când ambele funcţii operează simultan, fenomenele nu constau doar în fapte, ci şi în intenţii şi aşteptări. Trecutul este singurul care poate fi determinat, dar viitorul este contingent la deciziile participanţilor. Prin urmare, participanţii nu îşi pot baza deciziile pe cunoaştere, pentru că se raportează nu doar la fapte prezente sau trecute, ci trebuie să ia în considerare şi contingenţele referitoare la viitor. Rolul pe care îl joacă intenţiile şi aşteptările în situaţiile sociale construieşte o legătură în dublu sens între gândirea participanţilor şi situaţia la care participă, ceea ce are un efect dăunător asupra amândurora: introduce un element de contingenţă sau de nesiguranţă în cursul evenimentelor şi împiedică viziunile participanţilor să se califice drept cunoaştere.

Pentru ca o funcţie să devină singura determinată, ea are nevoie de o variabilă independentă, care să determine valoarea variabilei dependente. În cadrul funcţiei cognitive, starea de fapt ar trebui să ia rolul variabilei independente, iar viziunea participanţilor a celei dependente. În cadrul funcţiei manipulatorii, situaţia este inversă. În situaţiile reflexive, fiecare funcţie o priveaţă pe cealaltă de variabila independentă de care ar avea nevoie pentru a produce nişte rezultate determinate. Am numit această interferenţă în dublu sens reflexivitate. Situaţiile reflexive sunt caracterizate de *lipsa unei corespondenţe* între viziunea participanţilor şi starea de fapt actuală. Să luăm exemplul bursei de acţiuni. Oamenii cumpără şi vând acţiuni, anticipând viitoarele preţuri la bursă, dar aceste preţuri nu sunt dependente de aşteptările investitorilor. Aşteptările nu se pot califica drept cunoaştere, iar în absenţa acesteia, participanţii trebuie să introducă un element de judecată sau o direcţie în procesul decizional. În consecinţă, rezultatele pot fi diferite de aşteptări.

Teoria economică a trecut prin multe schimbări până la eliminarea reflexivităţii din centrul ei. La început, economiştii clasici plecau de la premisa că participanţii la piaţă îşi bazează deciziile pe cunoaşterea perfectă: unul dintre postulatele pe care s-a construit teoria competiţiei perfecte

era ideea că ea se bazează pe o cunoaștere perfectă. Pe baza acestor postulate, economiștii au descris curbele cererii și ofertei și au susținut că acestea guvernau comportamentul participanților. Atunci când acest construct a fost atacat, ei s-au refugiat în spatele convenției metodologice. Lionel Robbins, care mi-a fost profesor la Școala de Științe Economice din Londra, susținea că economia se interesează doar de raportul dintre cerere și ofertă; studiul a ceea ce constituie cererea și oferta excede scopul ei*. Considerând cererea și oferta ca niște date independente, el a eliminat posibilitatea existenței unei interconexiuni între cele două. Această abordare a fost dusă la extrem în teoria așteptărilor raționale, care a contribuit la concluzia că viitoarele prețuri pe piață pot fi determinate independent și că nu sunt dependente de percepțiile eronate sau nesigure care predomină printre participanții la piață.

Consider că teoria așteptărilor raționale interpretează total greșit felul în care operează piețele financiare. Deși teoria așteptărilor raționale nu mai este luată în serios în afara cercurilor academice, ideea că piețele financiare se autocorectează și tind spre echilibru rămâne paradigma dominantă pe care se bazează diferitele instrumente sintetice și modele de evaluare, care au început să joace un rol atât de important. Susțin că paradigma este falsă și că trebuie înlocuită urgent.

Adevărul este că participanții nu își pot baza deciziile pe cunoaștere. Legătura reflexivă în dublu sens între funcția cognitivă și cea manipulatoare introduce un element de nesiguranță în ambele funcții, ceea ce se aplică atât participanților la piață, cât și autorităților financiare care reglementează politica macroeconomică și care ar trebui să supravegheze piețele. Membrii ambelor grupuri acționează pe baza unei înțelegeri imperfecte a situației la care participă. Elementul de incertitudine, inerent legăturii reflexive dintre funcția manipulatoare și cea cognitivă nu poate fi eliminat; dar înțelegerea noastră și capacitatea de a face față situației ar fi mult îmbunătățite odată cu recunoașterea acestui fapt.

Ajung astfel la ideea centrală a schemei mele conceptuale: susțin că evenimentele sociale au altă structură decât fenomenele naturale. În cazul fenomenelor naturale, există un lanț cauzal care leagă un set de activități de următorul set. Cursul evenimentelor este mult mai complicat în viața noastră socială. Nu sunt implicate doar fapte, ci și viziunile participanților,

* Lionel Robbins, *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science* (London: Macmillan, 1932).

iar interacţiunea dintre ele intră într-un lanţ cauzal. Există o legătură în dublu sens între faptele şi opiniile care prevalează la un moment dat în timp: pe de-o parte, participanţii încearcă să înţeleagă situaţia (care include atât fapte, cât şi opinii), pe de alta încearcă să influenţeze situaţia (care înseamnă iarăşi atât fapte, cât şi opinii). Interferenţa dintre funcţia cognitivă şi manipulatoare afectează lanţul cauzal, astfel că el nu mai duce direct de la un set de acţiuni la altul, ci reflectă viziunile participanţilor. Cum acestea din urmă nu corespund faptelor, se introduce în cursul evenimentelor un element de incertitudine, absent în fenomenele naturale. Acesta afectează atât faptele, cât şi viziunile participanţilor.

Fenomenele naturale nu sunt în mod necesar determinate de legi ştiinţifice sau de valabilitatea universală. De exemplu, principiul incertitudinii al lui Heisenberg nu determină comportamentul particulelor sau al cuantelor, ci doar susţine că acest comportament nu poate fi determinat. Există un principiu al incertitudinii similar care funcţionează în evenimentele sociale.

Eu explic acest element de incertitudine, inerent manifestărilor sociale, bazându-mă pe corespondenţa dintre teoria adevărului şi conceptul de reflexivitate. Reflexivitatea a fost folosită în logică pentru a defini relaţia pe care un obiect o are cu sine. Eu o utilizez într-un sens diferit, pentru a descrie legătura în dublu sens dintre gândirea participanţilor şi situaţia la care participă.

Cunoaşterea este reprezentată de afirmaţii adevărate. O afirmaţie este adevărată dacă şi numai dacă corespunde faptelor. Aşa ne învaţă teoria adevărului-corespondenţă. Pentru a stabili legătura între fapte şi afirmaţiile care se referă la ele, cele două trebuie să fie independente una de cealaltă. Dar aceasta este tocmai cerinţa care nu poate fi îndeplinită atât timp cât suntem o parte a lumii pe care încercăm să o înţelegem, motivul pentru care participanţii nu îşi pot baza deciziile pe cunoaştere. Ceea ce le lipseşte în cunoaştere trebuie suplinit prin munca de intuiţie, bazată pe experienţă, instinct, emoţie, ritual sau alte prejudecăţi. Tocmai aceste viziuni nesigure şi presupoziţii introduc elementul de incertitudine în cursul evenimentelor.

Toate acestea pot fi explicate. Nedumerirea mea vine din faptul că acest concept al reflexivităţii nu a fost general recunoscut. În cazul pieţelor financiare, cunosc răspunsul: reflexivitatea îi împiedică pe economişti să producă teorii care ar explica şi ar prezice comportamentul pieţelor financiare, în acelaşi mod în care oamenii de ştiinţă explică şi prevăd fenomenele naturale. Pentru a stabili şi a proteja statutul ştiinţific al economiei, eco-

nomiștii au făcut demersuri pentru a elimina reflexivitatea din domeniul lor de interes. Voi argumenta că, din moment ce manifestările sociale au altă structură decât fenomenele naturale, a fost o greșeală modelarea economiei după fizica newtoniană.

Atunci când vine vorba de alte domenii ale realității, nu mă aflu pe un teren la fel de sigur, pentru că nu am o fundație filozofică suficient de solidă. Impresia mea este că filozofii au tratat problema reflexivității în diverse feluri. Aristotel de exemplu, a făcut distincția între motivul teoretic (funcția cognitivă) și cel practic (funcția manipulatoare). Fiind totuși filozofi, ei au fost confiscați de funcția cognitivă și nu au acordat suficientă atenție celei manipulatorii.

Filozofii au recunoscut și explorat incertitudinea cognitivă privitor la afirmațiile auto-referențiale. Problema a fost exprimată prima oară de către filozoful cretan Epimenide, când a afirmat că locuitorii Cretei mint mereu. Paradoxul mincinosului l-a făcut mai târziu pe Bertrand Russell să distingă între afirmații autoreferențiale și cele nonreferențiale. Filozofii analitici au studiat de asemenea problemele asociate cu actul discursiv, afirmațiile care au un impact asupra situației la care se referă, dar interesul lor era concentrat mai ales pe aspectul cognitiv al problemei. Faptul că manifestările sociale au altă structură decât fenomenele naturale nu a câștigat recunoașterea meritată. Dimpotrivă, Karl Popper, care a fost una dintre sursele mele majore de inspirație, a susținut doctrina metodei unice, adică faptul că aceleași metode și criterii pot fi aplicate în studiul manifestărilor naturale și al celor sociale. Desigur, acesta nu este singurul punct de vedere, dar el reprezintă viziunea dominantă printre oamenii din aria științelor sociale, care aspiră să aibă același statut ca și savanții naturaliști. Nu este cazul tuturor — antropologii și majoritatea sociologilor nici măcar nu încearcă să imite științele naturale, dar ei au mai puțină influență decât cei care încearcă acest lucru.

Teoria reflexivității încearcă să facă lumină în relația dintre gândire și realitate. Ea se aplică doar unui segment relativ îngust al realității. În sfera fenomenelor naturale, evenimentele apar independent de ceea ce se crede; astfel, științele naturii pot explica și prezice cursul evenimentelor suficient de precis. Reflexivitatea este un atribut al fenomenelor sociale, mai exact al situațiilor în care participanții nu își pot baza deciziile pe cunoaștere — și creează științelor sociale, dificultăți de care sunt scutite fenomenele naturale.

Relexivitatea poate fi interpretată ca o circularitate sau ca o buclă în dublu sens, între viziunile participanţilor şi starea reală de fapt. Oamenii îşi bazează deciziile nu atât pe situaţia cu care se confruntă, cât pe percepţiile şi pe interpretările situaţiei. Deciziile lor au un impact asupra situaţiei (funcţia manipulatoare), iar schimbările în situaţie le pot schimba la rândul lor percepţiile (funcţia cognitivă). Cele două operează concurenţial, nu secvenţial. Dacă reacţia ar fi secvenţială, ea ar produce o secvenţă unic determinată care ar implica noi fapte şi noi percepţii şi aşa mai departe. Faptul că cele două procese apar simultan creează o indeterminare a percepţiilor participanţilor şi a cursului evenimentelor. Acest mod de a privi reflexivitatea va fi folositor, după cum vom vedea, mai ales în înţelegerea comportamentului pieţelor financiare. Fie că vorbim de ciclicitate sau de un mecanism de feedback, diferenţa este doar una de interpretare, dar interacţiunea dublă este una reală. Ciclicitatea nu este o eroare de interpretare, ci dimpotrivă, negarea ei ar fi o eroare, iar teoria reflexivităţii încearcă tocmai corectarea acestei greşeli.

Dificultăţile întrevăzute în ştiinţele sociale sunt reflecţii vagi asupra situaţiei extrem de dificile în care se găsesc participanţii de pe piaţă. Ei pot afecta cursul evenimentelor — viitorul este influenţat de deciziile lor — dar nu îşi pot baza deciziile pe cunoaştere. Sunt obligaţi să îşi formeze o viziune asupra lumii, dar aceasta poate să nu corespundă stării de fapt. Fie că recunosc sau nu, trebuie să acţioneze pe baza unor credinţe care nu îşi au rădăcinile în realitate. Interpretările greşite ale realităţii şi alte prejudecăţi joacă un rol mult mai important în determinarea cursului evenimentelor decât se recunoaşte. Acesta este principalul avantaj oferit de teoria reflexivităţii. Criza financiară curentă va servi drept exemplu pentru a vă convinge.

Înainte de a expune mai în detaliu teoria, cred că ar fi de ajutor să pregătesc terenul reluând povestea felului în care am dezvoltat teoria de-a lungul anilor. După cum cititorii vor putea observa, ea rezultă din experienţa mea personală. Am învăţat de la o vârstă fragedă că ideologiile bazate pe premise false se pot transforma în realitate şi că sunt momente în care regulile obişnuite nu se aplică, iar anormalul devine normal.

Capitolul 2

AUTOBIOGRAFIA UNUI FILOZOF RATAT

Am fost dintotdeauna interesat de filozofie. De la o vârstă fragedă, am vrut să știu cine sunt, în ce lume m-am născut, care este sensul vieții mele și, mai mult, odată ce am devenit conștient de ea, care este perspectiva morții mele. Am început să citesc filozofie clasică în adolescență, dar perioada cea mai importantă a fost cea din timpul ocupației naziste a Ungariei din 1944 și ulterior, atunci când am emigrat în Anglia în 1947.

Anul 1944 a reprezentat experiența formatoare a vieții mele. Nu o voi detalia, pentru că tatăl meu a făcut deja o relatare mult mai bună decât aș putea-o face eu. Imaginați-vă un copil de paisprezece ani, venind din clasa mijlocie, confruntat dintr-o dată cu ideea de a fi deportat și ucis doar pentru că este evreu. Din fericire, tatăl meu era pregătit pentru această experiență dezechilibrantă. Supraviețuise Revoluției Ruse în Siberia, iar aceasta fusese experiența formatoare a vieții sale. Până atunci, fusese un tânăr ambițios. Când a izbucnit Primul Război Mondial, s-a înscris voluntar în armata Austro-Ungară. A fost capturat de ruși și luat prizonier de război în Siberia. Ambițios fiind, a devenit redactorul unui ziar conceput de prizonieri, numit *Scândura*, pentru că articolele scrise de mână erau postate pe o scândură; autorii se ascundeau în spatele acesteia și ascultau comentariile cititorilor. Tatăl meu a devenit atât de popular încât a fost ales reprezentantul prizonierilor. Atunci când niște soldați au evadat din lagărul alăturat, reprezentantul prizonierilor a fost împușcat ca o măsură de descurajare. În loc să aștepte o întâmplare similară în lagărul său, tatăl meu a organizat un grup și a condus evadarea. Planul său era să construiască o plută și să navigheze spre ocean, dar cunoștințele sale de geografie erau

sumare; nu ştia că toate râurile siberiene se varsă în Oceanul Arctic. El şi ceilalţi evadaţi au plutit în derivă timp de câteva săptămâni, înainte să realizeze că se îndreptau spre Oceanul Arctic. Astfel au avut nevoie de câteva luni pentru a se întoarce la civilizaţie, străbătând taigaua. Între timp a izbucnit Revoluţia Rusă şi au fost prinşi în mijlocul ei. După multe aventuri, tatăl meu a reuşit să se întoarcă în Ungaria; dacă ar fi rămas în lagăr, s-ar fi întors mult mai repede.

Tatăl meu s-a întors un om schimbat, experienţele din timpul Revoluţiei Ruse îl afectaseră profund. Îşi pierduse ambiţia şi nu mai vroia nimic de la viaţă decât să se bucure de ea. A inoculat copiilor săi valori foarte diferite de cele ale mediului în care trăiam. Nu dorea să strângă avere sau să devină un personaj important pe scena socială. Dimpotrivă, lucra doar atât cât era necesar pentru a ajunge la ceea ce îşi propusese. Îmi aduc aminte felul în care m-a trimis la clientul său principal ca să împrumut nişte bani înainte să plecăm într-o vacanţă la schi; tatăl meu a fost mohorât câteva săptămâni după aceea, pentru că trebuia să înapoieze banii. Deşi aveam o situaţie relativ prosperă, nu ne comparam cu o familie burgheză obişnuită şi eram mândri că suntem diferiţi.

Când germanii au ocupat Ungaria pe 19 martie 1944, tatăl meu a înţeles că trăieşte vremuri neobişnuite şi că regulile normale nu se pot aplica. A obţinut o identitate falsă pentru membrii familiei şi alţi câţiva oameni. Clienţii plăteau, alţii primeau ajutor gratis şi, astfel, mulţi dintre ei au supravieţuit evenimentelor.

Viaţa sub o falsă identitate s-a dovedit a fi o experienţă antrenantă pentru mine. Ne confruntam cu pericolul morţii, iar oamenii se prăpădeau în jurul nostru, dar noi am reuşit nu numai să supravieţuim, ci şi să ieşim victorioşi, pentru că am reuşit să ajutăm pe mulţi alţii. Eram de partea îngerilor şi triumfam împotriva sorţii neprielnice. Eram conştient de pericole, dar nu credeam că pot fi atins. Era o adevărată aventură, parcă trăiam pe *Arca Pierdută*. Ce ar putea să ceară mai mult un copil de paisprezece ani?

După aventurile ameţitoare din timpul persecuţiei naziste, viaţa a început să-şi piardă farmecul în timpul ocupaţiei sovietice. La început, aventurile au continuat şi am reuşit cu succes să trecem de situaţiile periculoase. Consulatul Elveţiei l-a angajat pe tatăl meu să fie agentul de legătură cu forţele de ocupaţie sovietice. Elveţienii acţionau atunci în concordanţă cu interesele Aliaţilor, deci acesta era un post cheie. Atunci când Forţele Aliate şi-au înfiinţat propriile birouri şi şi-au adus

reprezentanții, tatăl meu s-a retras, simțind că lucrul în slujba Aliaților îl expunea prea mult. A fost o decizie înțeleaptă, întrucât a evitat persecuțiile de mai târziu. Dar situația devenise neplăcută și oprimantă pentru un tânăr care se obișnuise cu aventura. Mă gândeam, de asemenea, că este nesănătos ca un tânăr de cincisprezece ani să gândească la fel ca tatăl lui de cincizeci de ani. I-am spus tatălui meu că vreau să plec. „Unde vrei să te duci?", m-a întrebat. „La Moscova, ca să aflu mai multe despre comunism, sau la Londra, din cauza BBC-ului", am răspuns. „Cunosc Uniunea Sovietică îndeaproape și îți pot spune totul despre ea", a spus tatăl meu. A rămas Londra. Nu era ușor să ajungi acolo, dar am reușit în septembrie 1947.

Viața în Londra a reprezentat un declin — nu avem bani sau prieteni; după viața mea aventuroasă eram plin de mine, dar londonezii nu erau interesați. Eram un intrus și am descoperit singurătatea. A existat și un moment în care am rămas fără bani. Mâncam o gustare la Lyons Corner House și după ce am achitat nota, am rămas fără nici un ban. „Am atins pragul de jos", mi-am zis, „și de acum trebuie să mă ridic. Aceasta va fi o experiență valoroasă". De atunci, am făcut în așa fel încât să nu mai ating pragul de jos niciodată.

Am citit și am meditat mult pe vremea cât am lucrat ca intendent de piscină în Brentford, așteptând să intru la Școala de Științe Economice din Londra (LSE). Una dintre cărțile pe care le-am citit a fost *Societatea deschisă și dușmanii ei* a lui Karl Popper. Această carte m-a năucit prin forța revelației sale. Popper argumenta că ideologiile naziste și comuniste au ceva în comun — ambele susțin că se află în posesia adevărului absolut. Cum adevărul absolut nu poate fi atins prin puterile omului, ambele ideologii trebuie să fie bazate pe niște interpretări distorsionate și incerte ale realității; în consecință, nu puteau fi impuse societății decât prin metode represive. El a juxtapus un principiu diferit al organizării sociale, bazat pe recunoașterea faptului că adevărul absolut nu poate fi atins și că avem nevoie de instituții care să vegheze ca oamenii cu păreri și interese diferite să trăiască laolaltă în pace. A numit acest principiu societatea deschisă. Tocmai ieșit de sub dominația germană și sovietică, am devenit un adept înflăcărat al idealului unei societăți deschise.

Și astfel am început să sondez mai în adâncime filozofia lui Popper. Popper este în primul rând un filozof al științei. El susținea că teoriile științifice nu pot fi verificate; ele trebuie considerate ipoteze care se pot dovedi false, iar atât timp cât nu se dovedesc false, pot fi acceptate ca potențial adevărate. Asimetria dintre verificare și falsificare oferă o soluție

a problemei inducţiei, altminteri de nerezolvat: cum poate fi folosit un număr de observaţii simple pentru a verifica o teorie care se consideră universal valabilă? Înlocuirea verificării cu falsificarea elimină nevoia de a folosi logica inductivă. Consider că aceasta este cea mai mare contribuţie a lui Popper la filozofia ştiinţifică.

Am fost influenţat de filozofia lui Popper, dar bineînţeles că am citit şi alte cărţi şi nu am acceptat poziţiile lui Popper fără să le privesc critic. Nu eram de acord mai ales cu ceea ce el numea doctrina metodei unice — care postula că aceleaşi metode şi criterii se aplică atât ştiinţelor naturale, cât şi celor sociale. Continui să afirm că există o diferenţă fundamentală între cele două, mai ales cu privire la faptul că ştiinţele sociale au de a face cu evenimente la care iau parte participanţi raţionali. Aceşti participanţi îşi bazează deciziile pe înţelegerea lor imperfectă. Incertitudinea lor creează dificultăţi în înţelegerea situaţiilor sociale, absente în cazul fenomenelor naturale. Din acest motiv, ştiinţele sociale trebuie să folosească metode şi standarde întrucâtva diferite de ştiinţele naturale. Nu se poate trage o linie clară de demarcaţie între cele două — de exemplu, nu poţi şti pe ce parte se plasează psihologia evoluţionistă sau medicina. Totuşi, după cum am explicat în capitolul anterior, diferenţa dintre fenomenele sociale şi naturale joacă un rol cheie în viziunea mea asupra lumii.

Filozofia mea a evoluat de-a lungul anilor, dar am început să o schiţez pe când eram student la LSE şi studiam teoria economică. Nu eram foarte bun la matematică şi asta m-a făcut să pun sub semnul întrebării presupoziţiile pe care se bazau modelele matematice folosite în economie. Teoria competiţiei perfecte presupunea cunoaşterea perfectă, iar această presupunere se afla în conflict clar cu afirmaţia lui Popper potrivit căreia înţelegerea noastră este cu necesitate imperfectă. Pe măsură ce s-a dezvoltat, teoria economică a fost forţată să abandoneze ipoteza cunoaşterii perfecte, dar a înlocuit-o cu altele care dădeau voie teoriei economice să producă nişte generalizări universal valabile, comparabile cu cele ale lui Isaac Newton din fizică. Presupunerile au devenit din ce în ce mai întortocheate şi au dat naştere unei lumi imaginare care reflecta doar anumite aspecte ale realităţii, dar nu şi pe celelalte. Aceasta era lumea modelelor matematice, descriind un echilibru de piaţă aproximativ. Eu eram mult mai interesat de lumea reală decât de modelele matematice, iar asta m-a condus spre dezvoltarea conceptului reflexivităţii.

Teoria reflexivităţii nu produce rezultate determinate comparabile cu cele din fizica newtoniană; mai degrabă identifică un element de nedeter-

minare inerent situațiilor în care participanții operează pe baza unei înțelegeri imperfecte. În locul unei tendințe universale către echilibru, pieţele financiare urmează un curs unidirecționat specific. Pot exista modele care tind să se repete, dar cursul propriu-zis este nedeterminat și unic. Așadar, teoria reflexivității constituie o teorie a istoriei. Teoria nu se califică totuși din punct de vedere empatic drept științifică, pentru că nu oferă explicații și predicții determinate. Este mai degrabă o schemă conceptuală pentru înțelegerea evenimentelor la care participă oameni. Ea mi-a servit mai târziu, atunci când am devenit un participant la piață. Ulterior, când succesul pe care îl aveam pe pieţele financiare mi-a dat voie să înființez o fundație, teoria istoriei m-a ghidat în actele filantropice.

Explorările mele filozofice nu m-au ajutat mult ca student. De abia îmi treceam examenele. Aș fi preferat să stau între pereții protectori ai academiei — aveam chiar varianta unei cariere ca preparator la Universitatea Michigan din Kalamazoo, dar notele mele nu erau suficient de bune, astfel încât am fost forțat să intru în lumea reală. După câteva încercări nereușite, am ajuns să lucrez ca speculator în transferul de mărfuri de pe o piață pe alta, mai întâi în Londra, apoi în New York.* La început a trebuit să uit tot ceea ce învățasem ca student pentru a-mi păstra locul de muncă, dar într-un final educația mi-a fost de folos. Puteam să aplic teoria reflexivității de exemplu pentru a stabili un scenariu de dezechilibru sau un model creștere-declin pentru pieţele financiare. Recompensa a venit atunci când pieţele au intrat pe un teritoriu pe care îl numeam departe-de-echilibru, atunci când modelele de echilibru universal acceptate s-au prăbușit. M-am specializat în detectarea situațiilor de dezechilibru. Așa am ajuns să-mi public prima carte, *Alchimia finanțelor* (1987), în care mi-am explicat abordarea. Am numit-o alchimie pentru a sublinia faptul că teoria mea nu răspunde cerințelor dominante ale metodei științifice.

În ce măsură succesul meu s-a datorat filozofiei mele este o întrebare pertinentă, mai ales că o trăsătură dominantă a teoriei este aceea că nu acceptă predicții ferme. A deține un fond de *hedging* implică un exercițiu constant de judecată într-un mediu riscant, ceea ce poate fi foarte stresant. Sufeream de dureri de spate și de alte indispoziții psihosomatice și am

* În transferul mărfurilor, specula se ocupă de exploatarea discrepanțelor de preț dintre pieţele interconectate. Discrepanțele pot apărea între locuri diferite, precum Tokyo și Johannesburg față de New York, sau între titluri diferite, precum asigurări sau garanții față de acțiuni obișnuite.

obţinut la fel de multe semnale folositoare de la dureri ca de la teorie. Totuşi am dat mare importanţă filozofiei mele şi mai ales teoriei reflexivităţii. De fapt am considerat-o atât de semnificativă şi am preţuit-o atât de mult, încât mi-a fost foarte greu să renunţ la ea, aşternând-o pe hârtie şi publicând-o; nici o formulare nu mi se părea suficient de bună.

Să-mi exprim ideile în câteva propoziţii, aşa cum am făcut aici, părea un sacrilegiu, astfel încât textul trebuia să fie o carte. Pe măsură ce lucram, argumentele deveneau din ce în ce mai întortocheate până când ajunsesem la un punct în care nu mai înţelegeam ce scrisesem cu o noapte înainte. Aşa cum am mai spus adesea, acesta a fost momentul în care am renunţat la explorările filozofice, m-am întors în lume şi am început să produc bani cu convingere. Dar şi perioada aceasta are dezavantajele ei. Când m-am întors la investigaţiile filozofice şi am publicat rezultatele în *Alchimia finanţelor*, partea filozofică a fost respinsă de mulţi critici ca fiind autoindulgenţa unui speculator de succes. Aşa am ajuns să mă consider un filozof ratat. Totuşi, am continuat să încerc. Odată am ţinut o conferinţă la Universitatea din Viena cu titlul „Un filozof ratat mai încearcă o dată". M-am găsit într-o sală mare, privind în jos spre audienţă, de la o catedră ce se înălţa deasupra auditoriului. Cadrul m-a inspirat să fac o afirmaţie în afara subiectului conferinţei şi, în avântul momentului am enunţat doctrina falibilităţii. A fost cea mai bună parte a conferinţei.

Câteva dintre dificultăţile ce apăreau în formularea ideilor erau inerente conceptelor de infailibilitate şi reflexivitate; altele derivau din ele. În retrospectivă, e clar că nu eram suficient de precis în formulări şi că aveam tendinţa de a exagera. Prin urmare, profesioniştii pe care îi provocasem puteau să îmi respingă sau să ignore argumentele mele pe motive tehnice, fără să le dea cu adevărat atenţie. În acelaşi timp, câţiva cititori puteau să privească dincolo de retorica defectuoasă şi să aprecieze ideile ascunse în spatele ei. Aceasta s-a întâmplat mai ales cu cei angajaţi pe pieţele financiare, unde succesul meu demonstrat îi făcea să caute motivul din spatele lui, iar obscuritatea formulărilor mele s-a alăturat fascinaţiei lor. Editorul meu a anticipat asta şi a întârziat editarea manuscrisului meu; vroia ca această carte să fie obiectul unui cult. Până în ziua de azi, *Alchimia finanţelor* este citită de participanţii la piaţă, este predată în şcolile de afaceri, dar total ignorată în departamentele economice.

Din păcate, ideea că aş fi fost un filozof ratat a început să fie acceptată de cei care au scris despre mine, incluzându-l pe biograful meu, Michael Kaufman. El îl citează pe fiul meu Robert:

„Tatăl meu ia loc și vă spune de ce face asta sau asta. Dar îmi aduc aminte când, copil fiind, vedeam toate astea și gândeam, Doamne Dumnezeule, cel puțin jumătate din ce face sunt tâmpenii. Mă refer aici la faptul că își schimbă poziția pe piață dacă începe să îl doară spatele. N-are nimic de a face cu motivul ăsta. De fapt, intră într-un spasm și ăsta e pentru el semnalul de alarmă.

Dacă stai mult pe lângă el, realizezi că este într-o mare măsură condus de temperament. Dar încearcă întotdeauna să explice rațional care sunt emoțiile prin care trece. Și trăiește mereu într-o stare nu chiar de negare, dar de raționalizare a stării sale emoționale. Și e foarte amuzant"*.

Îmi țineam pentru mine îndoielile. Deși îmi luam filozofia în serios, nu eram deloc sigur că ceea ce spuneam merita să fie luat în serios de ceilalți. Știam că este semnificativ pentru mine în mod subiectiv, dar eram nesigur de valoarea sa obiectivă pentru ceilalți. Teoria reflexivității tratează un subiect — relația dintre gândire și realitate — pe care filozofii îl discută de secole. Era posibil să spui ceva nou și original despre el? Până la urmă, atât funcția cognitivă, cât și cea participatoare puteau fi observate în viața reală; ce anume era așa original în conceptul reflexivității? În mod sigur fusese enunțată sub alte nume. Faptul că nu sunt un expert în literatură făcea mai dificil să trag o concluzie fermă. Dar vroiam cu disperare să fiu luat în serios ca filozof și tocmai această ambiție s-a transformat în cel mai mare obstacol pentru mine. Mă simțeam obligat să îmi explic filozofia pentru că simțeam că nu sunt bine înțeles. Toate cărțile mele urmăreau același model. Recitau teoria istoriei — de obicei la sfârșit, pentru a nu descuraja cititorii — și aplicau teoria momentului prezent. Odată cu trecerea timpului, mi-am depășit îndoielile legate de conceptul reflexivității, iar versiunile de compendiu ale filozofiei mele au devenit din ce în ce mai scurte și, sper eu, mai clare. În ultima mea carte, *Epoca falibilității*, filozofia a trecut în față. M-am hotărât să fie ultima ei prezentare, la bine și la rău, deși încă nu eram sigur dacă merita să fie luată în serios.

Și apoi s-a întâmplat ceva care m-a făcut să mă răzgândesc. Încercam să răspund întrebării dacă tehnicile de propagandă descrise de Orwell în *1984* ar fi avut succes în America de azi. Până la urmă, în *1984*, Big Brother

* citat în Michael Kaufman, *Soros: Viața și momentul unui miliardar mesianic* (New York: Alfred A.Knopf, 2002), 140.

te supraveghea; exista un Minister al Adevărului şi un aparat de represiune care avea grijă de dizidenţi. În America, există libertatea de opinie şi o presă pluralistă. Şi totuşi, administraţia Bush a reuşit să inducă oamenii în eroare folosind „noul limbaj" orwellian. Deodată mi-am dat seama că reflexivitatea poate să aducă lumină asupra chestiunii. Până atunci credeam cu tărie că limbajul orwellian nu poate prevala decât într-o societate închisă precum cea din *1984*. Crezând asta, nu făceam decât să urmez servil argumentele lui Karl Popper care pledau pentru o societate deschisă, mai ales faptul că libertatea în gândire şi expresie ar fi răspunzătoare pentru o mai bună înţelegere a realităţii. Argumentele lui se sprijineau pe presupoziţia tacită potrivit căreia discursul politic ţinteşte spre o mai bună înţelegere a realităţii. Dar conceptul reflexivităţii susţine că există o funcţie manipulatoare (sau participatoare) şi că discursul politic poate fi folosit cu succes pentru a manipula realitatea. De ce ar acorda, deci, politicienii preferinţă funcţiei cognitive mai degrabă decât celei manipulatorii? Aceasta ar fi normal pentru o persoană din sfera ştiinţelor sociale, al cărei scop este cunoaşterea, dar nu pentru un politician al cărui scop principal este să fie ales, pentru a deţine puterea.

Această idee m-a forţat să reexaminez conceptul societăţii deschise, pe care îl adoptasem de la Karl Popper fără o privire critică, dar m-a convins de asemenea că baza mea conceptuală avea o valoare obiectivă care depăşea simpla mea înclinaţie personală. Conceptele de reflexivitate şi failibilitate aduc o contribuţie importantă la înţelegerea noastră, nu pentru că ar fi ceva nou şi original prin ele însele, ci pentru că pot fi folosite în identificarea şi combaterea unor idei greşite, dar influente şi de largă răspândire. Una dintre acestea din urmă este ceea ce eu numesc aberaţia iluministă, care susţine că scopul raţiunii este de a produce cunoaştere. O numesc aberaţie pentru că ignoră funcţia manipulatoare. Cât de adânc înrădăcinată este tradiţia iluministă, am văzut în propria mea experienţă. Îmbrăţişând conceptul societăţii deschise m-am alăturat aberaţiei iluministe, deşi prin dezvoltarea conceptului reflexivităţii afirmam importanţa funcţiei manipulatorii.

Această concluzie lăsa deoparte îndoielile pe care le aveam cu privire la valoarea obiectivă a filozofiei mele. Apoi a venit criza financiară, care a făcut prăpăd în sistemul financiar şi care ameninţă să înghită economia. Este o demonstraţie intensă a cât de multe pagube pot cauza nişte concepţii greşite. Teoria reflexivităţii oferă o alternativă autentică la actuala paradigmă

dominantă. Dacă teoria reflexivității este validă, credința că pieţele financiare tind spre echilibru este falsă, şi invers.

Acum sunt gata să îmi aduc baza conceptuală în faţa opiniei publice, cu convingerea fermă că ea merită atenţie. Sunt conştient de deficienţele din prezentările anterioare, pe care sper să le depăşesc, şi cred că efortul cititorului de a înţelege filozofia mea va fi răsplătit. Nu mai are rost să spun cât de fericit mă face acest lucru. Am avut noroc să adun mulţi bani, pe care i-am cheltuit într-un mod potrivit. Dar mi-am dorit dintotdeauna să fiu un filozof şi poate într-un final am devenit unul. Ce poţi să ceri mai mult de la viaţă?

Capitolul **3**

TEORIA REFLEXIVITĂȚII

Cititorii vor găsi acest capitol întrucâtva repetitiv și greoi. Cei care sunt interesați doar de pieţele financiare pot să treacă peste el și să se întoarcă doar după ce au fost convinși de modul în care am interpretat situația actuală. Din punctul de vedere al autorului el rămâne indispensabil — mai important chiar decât interpretarea corectă a crizei financiare. Idei precum failibilitate radicală, aberații fertile, aberația iluministă și aberația postmodernă sunt folositoare în înțelegerea situației curente și se regăsesc în argumentele din Partea a II-a.

FAILIBILITATEA

Odată ce am stabilit semnificația bazei conceptuale, pot insista asupra unora dintre complicațiile pe care le-am trecut cu vederea în prezentarea sumarului. Am lucrat la această filozofie pe parcursul anilor și voi trece în revistă dificultățile pe care le-am întâmpinat și concluziile la care am ajuns.

Nu am insistat suficient asupra relației dintre failibilitate și reflexivitate. Oamenii sunt participanți, nu doar observatori și cunoștințele pe care le pot acumula nu sunt suficiente pentru a-i ghida în acțiunile pe care le întreprind. Ei nu își pot baza deciziile doar pe cunoaștere. Aceasta este ideea pe care cuvântul „failibilitate" o exprimă. Fără failibilitate nu ar exista reflexivitate — dacă oamenii și-ar putea baza deciziile doar pe cunoaștere, elementul de incertitudine ce caracterizează situațiile reflexive ar fi înlăturat

— dar failibilitatea nu este doar un atribut al situațiilor reflexive. Altfel spus, failibilitatea este o condiție generală, iar reflexivitatea un caz particular.

Înțelegerea oamenilor este în chip evident imperfectă, pentru că ei fac parte din realitate, iar o parte nu poate înțelege pe deplin întregul. Numind înțelegerea noastră imperfectă, vreau să spun că ea este incompletă și chiar distorsionată într-un mod care nu poate fi definit în mod precis. Creierul omenesc nu poate percepe realitatea în mod direct, ci doar prin informația care derivă din ea. Capacitatea creierului uman de a procesa informația este limitată, pe când cantitatea de informație care trebuie procesată este practic infinită. Mintea este obligată să reducă informația disponibilă la proporții ușor de mânuit, folosind diferite tehnici — generalizări, comparații, metafore, obiceiuri, ritualuri și alte rutine. Aceste tehnici distorsionează informația propriu-zisă, dar prind existență proprie, complicând și mai mult realitatea și sarcina de a o înțelege.

Cunoașterea cere separarea gândurilor de obiectul lor — faptele trebuie să fie independente de afirmațiile care se referă la ele — iar această separare este greu de înfăptuit atunci când faci parte din ceea ce încerci să înțelegi. Trebuie să treci în poziția unui observator detașat, iar mintea umană a făcut minuni pentru a încerca să atingă această poziție, dar în final ea nu poate depăși faptul că face parte din situația pe care încearcă să o înțeleagă.

De când am început să dezvolt baza mea conceptuală, cu peste cincizeci de ani în urmă, știința cognitivă a progresat mult în efortul ei de explicare a modului în care funcționează creierul uman. Vreau să amintesc aici câteva ipoteze, pentru că sunt utile în înțelegerea failibilității. Una ar fi aceea că un adaos relativ recent al creierului uman este noțiunea de conștiință, suprapusă pe creierul animal, în opinia lui George Lakoff. O alta este aceea că rațiunea și emoția sunt inseparabile, după cum apare în lucrarea lui Antonio Damasio. Aceste caracteristici se reflectă în limbajul pe care îl folosim. Multe dintre cele mai folosite metafore au legătură cu activitățile de bază — vedere și deplasare — ale animalelor, care poartă cu sine o conotație emoțională. Sus și în față sunt bune, jos și înapoi sunt rele, curat și luminos sunt bune, murdar și întunecos sunt rele. Limbajul obișnuit oferă o viziune foarte inexactă și emoțională asupra lumii, dar el are un talent neobișnuit de a recunoaște caracteristicile necesare pentru o decizie de moment. Logica și matematica sunt mult mai precise și mai obiective, dar la nivel cotidian ele pot fi folosite doar în chip limitat. Ele descompun complexitatea realității cu care oamenii trebuie să se descurce în cursul vieții lor.

REFLEXIVITATEA

Am analizat relaţia dintre gândire şi realitate, introducând două funcţii care le conectează în sensuri opuse şi aşa am ajuns la conceptul reflexivităţii.

Dar, în încercarea de a defini şi explica reflexivitatea am întâlnit numeroase dificultăţi, care continuă să mă bântuie de fiecare dată când discut despre ea. Am distins între gândire şi realitate, când vroiam să explic tocmai faptul că gândirea este o parte a realităţii. M-am trezit vorbind despre o legătură biunivocă între cursul evenimentelor şi gândirea participanţilor, care nu mai lăsa loc legăturii biunivoce dintre gândirea diferiţilor participanţi. Pentru a lua în calcul şi această legătură, m-am văzut obligat să disting între aspectele obiective şi subiective ale realităţii. Primele se referă la cursul evenimentelor, cele din urmă la gândirea participanţilor. Există un singur aspect obiectiv, dar tot atâtea aspecte subiective câţi participanţi există. Reflexive sunt mai degrabă relaţiile interpersonale directe între participanţi decât interacţiunea dintre percepţii şi evenimente, pentru că evenimentele se desfăşoară într-un timp mai îndelungat.

Odată ce distingem între aspectele obiective şi cele subiective, trebuie să facem o distincţie şi între procese şi afirmaţii reflexive. Afirmaţiile reflexive aparţin domeniului relaţiilor interpersonale, ele fiind în primul rând cele reflexive şi nu cursul evenimentelor.

Să luăm o afirmaţie despre un aspect obiectiv: „Plouă". Afirmaţia este adevărată sau falsă, nu este reflexivă. Dar o afirmaţie precum „Eşti duşmanul meu" poate fi adevărată sau falsă, în funcţie de cum reacţionezi la ea, şi este reflexivă. Afirmaţiile reflexive sunt similare celor autoreferenţiale, dar nedeterminarea nu apare în înţelesul lor, ci în impactul pe care îl au. Cea mai celebră afirmaţie autoreferenţială este paradoxul mincinosului: „Cretanii mint întotdeauna", spunea Epimenide. Dacă această afirmaţie este adevărată, filozoful cretan nu mintea, deci afirmaţia este falsă. Ambivalenţa nu are nimic în comun cu impactul afirmaţiei. Dimpotrivă, în afirmaţia „Eşti duşmanul meu", valoarea de adevăr a afirmaţiei depinde de reacţia ta.

În cazul proceselor reflexive, indeterminarea este introdusă de lipsa corespondenţelor între aspectele obiective şi subiective ale situaţiei. O situaţie poate fi reflexivă chiar dacă funcţia cognitivă şi cea manipulatoare operează secvenţial şi nu simultan. Procesul evoluează apoi o perioadă de timp, dar se califică drept reflexiv dacă la sfârşitul procesului nici gândirea participanţilor şi nici starea de fapt nu rămân aceleaşi ca la început, iar

schimbările sunt rezultatul unei păreri sau interpretări greșite a participanților, introducând un element de nedeterminare autentică în cursul evenimentelor. Iar asta face situația imprevizibilă din punct de vedere al legilor științifice.

Reflexivitatea poate fi cel mai bine demonstrată și studiată pe pieţele financiare, pentru că acestea sunt guvernate de asemenea legi. În alte domenii, știința este mai puțin dezvoltată. Chiar și pe pieţele financiare, procesele demonstrate a fi reflexive se produc doar intermitent. Pieţele par să urmeze niște reguli statistice certe zi de zi, dar, ocazional, aceste reguli pot fi încălcate. Putem, deci, să facem distincția între banal, evenimentele zilnice, care sunt previzibile din punct de vedere statistic, și procesele reflexive, imprevizibile. Cele din urmă au o mai mare importanță pentru că alterează cursul istoriei. Aceste considerații m-au făcut să argumentez că dezvoltările istorice se disting de evenimentele cotidiene prin reflexivitate. Dar acest argument nu stă în picioare. Sunt multe evenimente istorice, precum cutremurele, care nu sunt reflexive. Distincția dintre banal și reflexiv s-a dovedit a fi tautologică: dezvoltările reflexive alterează prin definiție atât aspectele obiective, cât și cele subiective ale realității.

Acum că știința cognitivă și studiul limbajelor a progresat atât de mult, conceptul reflexivității a fost într-o oarecare măsură eliminat. Reflexivitatea nu distinge decât între două funcții: cea cognitivă și cea manipulatoare. Aceasta este o clasificare oarecum brută în comparație cu analizele mult mai detaliate și nuanțate ale creierului și funcțiilor limbajului, dezvoltate în ultimii ani. Totuși, conceptul nu și-a pierdut din relevanță. El indică o distorsiune în modul în care filozofii și savanții tind să privească lumea. Preocuparea lor principală este funcția cognitivă; atât timp cât funcția manipulatoare nu interferează cu buna funcționare a cunoașterii, ei sunt înclinați să o ignore sau să o elimine deliberat din analiză. Teoria economică este cel mai bun exemplu în acest sens. Teoria competiției perfecte a fost construită pe presupoziția cunoașterii perfecte. Atunci când această presupoziție s-a dovedit ușor de combătut, economiștii au făcut schimbări și mai elaborate pentru a proteja edificiul pe care îl ridicaseră, împotriva efectelor abjecte ale reflexivității. Astfel, teoria cunoașterii perfecte s-a metamorfozat în teoria așteptărilor raționale — o lume a iluziilor care nu păstrează nici o asemănare cu realitatea. Mai multe despre acest subiect în următorul capitol.

PRINCIPIUL INCERTITUDINII UMANE

Caracteristica definitorie a reflexivităţii este aceea că ea introduce un element de incertitudine în gândirea participanţilor şi un element de nedeterminare în situaţia la care participă. Reflexivitatea se aseamănă întrucâtva cu principiul incertitudinii al lui Werner Heisenberg din fizica cuantică, dar există o diferenţă importantă: fizica cuantică tratează fenomene care nu conţin participanţi dotaţi cu raţiune. Descoperirea principiului incertitudinii de către Heisenberg nu a schimbat comportamentul particulelor cuantice cu nici o frântură, dar recunoaşterea reflexivităţii ar putea schimba comportamentul uman. De aceea incertitudinea asociată cu reflexivitatea afectează nu numai participanţii, ci şi savanţii din sfera ştiinţelor sociale care încearcă să stabilească legi universal valabile care guvernează comportamentul omenesc. Elementul de incertitudine suplimentar poate fi descris ca fiind principiul incertitudinii umane şi el complică sarcina ştiinţelor sociale.

ABERAŢIA ILUMINISTĂ

Cele mai multe dificultăţi pe care le-am întâlnit în discutarea reflexivităţii se datorează faptului că trebuia să folosesc un limbaj care nu îi recunoştea existenţa. Am încercat să arăt o legătură în dublu sens între gândirea participanţilor şi situaţia la care participă, dar tradiţia intelectuală occidentală a făcut tot posibilul pentru a separa gândirea de realitate. Efortul a rezultat în dihotomii, precum acelea dintre minte şi trup, idei platonice şi fenomene observabile, idealuri şi condiţii materiale, afirmaţii şi fapte. Distincţia pe care am introdus-o între aspectele subiective şi cele obiective ale realităţii intră în aceeaşi categorie.

Este uşor de înţeles în ce fel îşi încep aceste dihotomii existenţa: scopul funcţiei cognitive este aceea de a produce cunoaştere, care are nevoie de afirmaţii ce corespund faptelor. Pentru a stabili această corespondenţă, faptele şi afirmaţiile trebuie tratate ca două categorii separate. De aici, demersul cunoaşterii duce la separarea gândirii de realitate. Acest dualism îşi are originea în filozofia greacă şi a început să domine viziunea noastră asupra lumii în timpul secolului Luminilor.

Filozofii iluminişti credeau în raţiune; ei vedeau realitatea ca ceva separat şi independent de raţiune şi se aşteptau ca raţiunea să ofere o imagine

completă și exactă a realității. Rațiunea era considerată o lanternă, care lumina o realitate ce stătea acolo, așteptând să fie descoperită. Posibilitatea ca deciziile agenților rationali să influențeze situația nu a fost luată în calcul, pentru că în acest caz, ei ar fi interferat cu separarea dintre gândire și obiectul ei. Altfel spus, iluminiștii nu au recunoscut reflexivitatea; ei au postulat o lume imaginară în care funcția manipulatoare nu putea interacționa cu cea cognitivă și au negat însăși existența funcției manipulatorii. Ei credeau că unicul scop al rațiunii era atingerea cunoașterii. *Cogito ergo sum*, spunea René Descartes. Descartes plecase de la Aristotel, concentrându-se doar asupra rațiunii teoretice și neglijând ceea ce Aristotel numea rațiune practică, iar eu funcție manipulatoare. Acest lucru a dus la o viziune distorsionată asupra realității, una apropiată totuși de timpul la care a fost formulată.

În Epoca Luminilor, omenirea avea la dispoziție destul de puțină informație și un slab control asupra forțelor naturii, dar metoda științifică promitea infinit de mult, pentru că era la începutul atingerii unor rezultate semnificative. Era normal să privești realitatea ca pe ceva ce așteaptă să fie descoperit. Până la urmă, nici Pământul nu fusese explorat în totalitate în secolul al XVIII-lea. Adunarea de fapte și stabilirea de relații între ele era o recompensă îndeajuns de bogată. Cunoașterea era acumulată în atât de multe feluri și din atâtea direcții, încât posibilitățile păreau infinite. Rațiunea mătura secolele de superstiție și genera în locul lor un simț cuceritor al progresului.

Iluminismul, așa cum a ajuns el să fie înțeles, nu recunoștea limita acumulării cunoașterii. Identificând doar o legătură univocă între gândire și realitate, el trata realitatea ca pe un dat independent, care putea fi înțeles prin intermediul unor afirmații ce corespundeau faptelor. Acest punct de vedere, pe care Popper l-a numit rationalitate comprehensivă, a atins apogeul în logica pozitivistă, o filozofie care a înflorit la începutul secolului XX, mai ales în Viena. Logica pozitivistă susținea că doar afirmațiile empirice care puteau fi verificate aveau sens și că discuțiile metafizice erau lipsite de sens*. Pozitiviștii tratau afirmațiile și faptele ca și când ar fi aparținut unor universuri distincte, singura legătură dintre cele două fiind aceea că afirmațiile adevărate corespundeau faptelor, iar cele false nu. În

* Pozitiviștii au făcut o excepție cu privire la afirmațiile analitice, precum „burlacii sunt bărbați necăsătoriți", pe care le considerau cu sens. Aceasta a făcut loc filozofiei analitice.

aceste circumstanțe, faptele serveau ca un criteriu de probare a adevărului. Aceasta era fundația teoriei adevărului-corespondență. Posibilitatea ca afirmațiile să constituie ele însele fapte, era aproape, dar nu în totalitate, ignorată. O atenție deosebită se acorda paradoxului mincinosului.

Bertrand Russell, filozoful britanic responsabil de venirea lui Ludwig Wittgenstein de la Viena la Cambridge, a oferit o soluție la paradoxul mincinosului. Russell a făcut distincția dintre două clase de afirmații: cele autoreferențiale și cele non-autoreferențiale. Pentru că valoarea de adevăr a afirmațiilor autoreferențiale nu putea fi determinată în mod neechivoc, el a propus ca ele să fie excluse din universul afirmațiilor cu sens. Această soluție ar fi putut servi la menținerea separării dintre fapte și afirmații, dar ar fi împiedicat oamenii să mediteze asupra unor chestiuni care îi priveau sau chiar să fie conștienți de sine. Absurditatea acestei poziții a fost subliniată de Wittgenstein, care și-a încheiat lucrarea intitulată *Tractatus Logico-Philosophicus* afirmând că cei care au înțeles cartea trebuiau să realizeze că era fără sens. La scurt timp după aceea, Wittgenstein a abandonat căutarea unui limbaj logic ideal și a înlocuit-o cu studiul limbajului obișnuit.

ABERAȚIILE FERTILE

Chiar dacă încrederea Iluminismului în rațiune nu era pe deplin justificată, ea a produs rezultate cu adevărat impresionante, suficiente pentru a susține Iluminismul pentru încă două secole. Separarea gândirii de realitate este, de exemplu, o aberație fertilă și nu este singura. Aberațiile fertile abundă în istorie și cred că toate culturile sunt construite pe aberații fertile. Ele sunt fertile pentru că înfloresc și produc rezultate pozitive înainte ca deficiențele lor să fie descoperite; sunt aberații pentru că înțelegerea realității este în chip evident imperfectă. Desigur, suntem capabili să acumulăm cunoaștere; dar dacă aceasta se dovedește folositoare, suntem obligați să o exploatăm și să o extindem spre arii unde ea nu se mai aplică.

Atunci devine o aberație. Și iată că asta s-a întâmplat cu Iluminismul; ideile sale au devenit atât de fixate în civilizația occidentală încât sunt foarte greu de zdruncinat și nu lasă să pătrundă scrierile celor care critică diverse aspecte ale tradiției iluministe, între care mă număr și eu.

SCHEMA METODEI ȘTIINȚIFICE A LUI POPPER

Karl Popper, membru neoficial al Cercului de la Viena, îl critica pe Wittgenstein și nu era de acord cu raționalitatea comprehensivă. El susținea că rațiunea nu este capabilă să stabilească fără urmă de îndoială adevăruri generale. Nici chiar legile științifice nu pot fi verificate pentru că este imposibil să obții generalizări universal valabile plecând de la observații individuale, oricât de numeroase ar fi ele, folosind logica deductivă. Metoda științifică funcționează cel mai bine atunci când adoptă o atitudine de scepticism comprehensiv: legile științifice trebuie tratate ca ipoteze care sunt potențial valide, până la proba contrarie, a falsificării lor.

Popper a construit o schemă științifică simplă și elegantă, ce constă din trei elemente și trei operații. Cele trei elemente sunt condițiile inițiale, condițiile finale și generalizările universal valabile sau legile științifice. Cele trei operații sunt predicția, explicația și testarea. Când condițiile inițiale se combină cu legile științifice, rezultă o predicție. Când condițiile finale se combină cu legile, este oferită o explicație. Așadar predicțiile și explicațiile sunt simetrice și reversibile.

Ceea ce lipsește din această schemă este verificarea legilor. Aici apare contribuția lui Popper la înțelegerea metodei științifice. El susținea că legile științifice nu pot fi verificate, ci doar falsificate. Aceasta e rolul testării. Legile științifice pot fi testate cuplând condițiile inițiale cu cele finale. Dacă nu se aplică legii în chestiune, înseamnă că aceasta a fost falsificată. Afirmațiile care nu pot fi falsificate nu se califică drept științifice. Un caz de nepotrivire este de ajuns pentru a distruge validitatea unei generalizări, dar nici un număr de cazuri de potrivire nu sunt suficiente pentru a verifica în chip perfect generalizarea. Așadar există o asimetrie între verificare și falsificare. Simetria dintre predicție și explicație, asimetria dintre verificare și falsificare și rolul testării sunt cele trei trăsături distinctive ale schemei lui Popper.

Argumentul lui Popper, potrivit căruia legile științifice nu pot fi verificate, rezolvă problema altminteri insolvabilă a inducției. Doar pentru că soarele a răsărit de fiecare dată din est de când își poate omul aminti, nu poți fi sigur că se va întâmpla la fel și în continuare. Schema lui Popper înlătură nevoie de verificare, tratând legile științifice ca potențial valide dacă și până când nu sunt falsificate. Generalizările care nu pot fi falsificate nu se califică drept științifice. Interpretarea pune accent pe rolul central pe care îl joacă testarea în metoda științifică. El reprezintă astfel un caz

de gândire critică, care permite ştiinţei să crească, să se îmbunătăţească şi să se inoveze.

Multe dintre trăsăturile schemei lui Popper au fost criticate de filozofi profesionişti. De exemplu, potrivit lui Popper, cu cât testarea este mai severă, cu atât este mai mare valoarea generalizării care rămâne în picioare. Filozofii profesionişti pun sub semnul întrebării comensurabilitatea severităţii testelor şi a valorii generalizării. Totuşi, afirmaţia lui Popper mi se pare pertinentă şi o pot dovedi invocând experienţa mea de la bursa de acţiuni. În timpul crizei creditelor din 1986, existau îndoieli serioase dacă o companie de asigurări ipotecare, Mortgage Guaranty Insurance (poreclită MAGIC) putea supravieţui. Bursa se afla într-un declin precipitat şi am cumpărat compania în ideea că modelul de afaceri pe care îl avea era îndeajuns de puternic pentru a trece peste un test sever. Am avut dreptate şi am obţinut un succes ameţitor. În general vorbind, cu cât o investiţie este mai riscantă în ochii publicului, cu atât mai mare este recompensa financiară pe care o câştigi dacă ai dreptate. Din aceste motive, eu accept schema lui Popper cu mai multă determinare decât filozofii de profesie.

ABANDONAREA METODEI UNICE

Şi totuşi, în ciuda credinţei sale că adevărul nu poate fi atins prin raţiune, Popper a insistat asupra a ceea ce a numit doctrina metodei ştiinţifice unice, potrivit căreia aceleaşi metode şi criterii se aplică atât în studiul manifestărilor sociale, cât şi în acela al fenomenelor naturale. Cum se poate acest lucru? Participanţii la manifestările sociale acţionează pe baza unei înţelegeri falibile. Falibilitatea introduce un element de incertitudine în manifestările sociale, care nu apare în studiul fenomenelor naturale. Diferenţa aceasta trebuie să capete recunoaştere.

Am vrut să exprim această diferenţă introducând conceptul de reflexivitate. Conceptul autoreferenţialităţii era deja analizat intens de Russell şi de alţii. Dar autoreferenţialitatea se limitează exclusiv la domeniul afirmaţiilor. Dacă separarea dintre universul afirmaţiilor şi cel al faptelor reprezintă o distorsionare a realităţii, atunci ar trebui să existe un efect similar în domeniul faptic. Aceasta este relaţia pe care reflexivitatea încearcă să o exprime. Într-o anumită măsură conceptul a fost explorat de J. L. Austin şi de John Searle, în lucrările lor despre actele discursive, dar eu îl văd într-un context mult mai larg. Reflexivitatea este un mecanism de reacţie

în dublu sens, care afectează nu doar afirmațiile (lăsând valoarea lor de adevăr nedeterminată), ci și faptele (introducând un element de nedeterminare în cursul evenimentelor).

În ciuda preocupării mele, am eșuat în identificarea unei greșeli în conceptul de societate deschisă a lui Popper, ce vizează faptul că discursul politic nu este în mod necesar îndreptat spre căutarea adevărului. Cred că atât Popper, cât și eu, am făcut aceste greșeli din cauza preocupării noastre de a căuta adevărul. Din fericire, aceste erori nu sunt fatale pentru că gândirea critică rămâne un bun incomparabil, iar greșelile pot fi corectate: putem recunoaște diferența dintre științele sociale și cele ale naturii și putem introduce căutarea adevărului ca o cerință pentru societatea deschisă.

Atitudinea postmodernă față de realitate este mult mai periculoasă. În timp ce a avansat față de Epoca Luminilor, descoperind că realitatea poate fi manipulată, ea nu recunoaște căutarea adevărului drept cerință. Prin urmare, dă voie manipulării realității să treacă nestânjenită. De ce este acest lucru periculos? Pentru că în absența unei bune înțelegeri, rezultatele manipulării pot fi radical diferite de așteptările manipulatorilor. Unul dintre cele mai de succes exemple de manipulare este momentul în care președintele George W. Bush a declarat Războiul contra Terorii și s-a folosit de afirmația sa pentru a invada Irakul sub un fals pretext. Rezultatul a fost tocmai opusul intenției sale: el vroia să demonstreze supremația americană și să adune sprijin politic în cadrul procesului, dar a cauzat un declin precipitat al puterii și al influenței americane, pierzându-și sprijinul politic în timpul evenimentului.

Pentru a ne proteja împotriva pericolelor manipulării, conceptul societății deschise formulat de Karl Popper trebuie modificat într-o anumită privință. Ceea ce Popper a considerat de la sine înțeles trebuie introdus ca o cerință explicită. Popper a plecat de la ideea că scopul gândirii critice este acela de a obține o mai bună înțelegere a realității, ceea ce este adevărat în știință, dar nu și în politică. Scopul principal al discursului politic este acela de a câștiga puterea și de a sta la putere. Cei care nu recunosc acest fapt, probabil că nu vor ajunge niciodată la putere. Singurul mod în care politicienii pot fi convinși să respecte realitatea este acela ca electoratul să insiste în acest sens, recompensându-i pe cei pe care îi consideră sinceri și corecți și pedepsindu-i pe cei care se angajează într-o decepționare deliberată. Altfel spus, electoratul trebuie să se dedice mai mult căutării adevărului decât o face în prezent. Fără dedicare, politicile

democratice nu vor produce rezultatele dorite. O societate deschisă are tocmai gradul de moralitate al oamenilor care o compun.

CĂUTAREA ADEVĂRULUI

Întrucât ştim acum că realitatea poate fi manipulată, este mai dificil să te dedici căutării adevărului, ca pe timpul Iluminismului. În primul rând, este mai dificil să stabilim ce anume este adevărul. Iluminiştii priveau realitatea ca pe un dat independent şi deci cunoscut; dar atunci când cursul evenimentelor este dependent de credinţele şi de concepţiile eronate ale participanţilor, ele transformă realitatea într-o ţintă mobilă. În al doilea rând, nu este la fel de evident de ce căutarea adevărului ar trebui să fie anterioară căutării puterii. Şi chiar dacă electoratul ar fi convins, cum pot fi făcuţi politicienii să rămână oneşti?

Reflexivitatea oferă o parte a răspunsului, chiar dacă lasă problema onestităţii nerezolvată. Ea ne învaţă că ajungerea la adevăr este importantă tocmai pentru că asumările greşite sunt responsabile pentru atingerea unor consecinţe adverse nedorite. Din păcate, conceptul reflexivităţii nu este înţeles cum trebuie. Iar asta se vede din influenţa încă crescută a tradiţiei iluministe şi, mai recent, a idiomului postmodern, care îşi spune cuvântul în viziunea oamenilor asupra lumii. Ambele interpretări ale relaţiei dintre gândire şi realitate sunt distorsionate. Iluminismul ignoră funcţia manipulatoare; postmodernismul merge la cealaltă extremă; tratând realitatea ca pe o colecţie de naraţiuni contradictorii, el nu dă suficientă atenţie aspectului obiectiv al realităţii. Conceptul reflexivităţii ajută la identificarea a ceea ce lipseşte din fiecare paradigmă, deşi este departe de a fi o reprezentare perfectă a unei realităţi foarte complexe. Principala problemă a conceptului este că încearcă să descrie relaţia dintre gândire şi realitate, considerându-le entităţi separate, în timp ce gândirea este o parte a realităţii.

Trăind sub regimul nazist şi sub cel comunist şi speculând pe pieţele financiare, am început să port respect aspectului obiectiv al realităţii. Singura experienţă care te învaţă mai mult decât pierderea banilor să respecţi realitatea exterioară care nu se află sub controlul tău este moartea — iar moartea nu este o experienţă pe care poţi cu adevărat să o ai în timpul vieţii. Este mult mai greu pentru un public care îşi pierde timpul în realitatea virtuală a show-urilor de televiziune, a jocurilor video şi a

altor forme de divertisment să îi fie trezit un astfel de respect. E de notat că americanii fac tot posibilul pentru a nega sau a uita moartea. Dar, chiar dacă nu iei în considerare realitatea, se poate ca ea să te prindă din urmă. Ce moment mai bun de a aduce acest argument decât astăzi, când consecințele adverse ale Războiului contra Terorii sunt atât de vizibile, iar realitatea virtuală a produselor financiare sintetice a subminat sistemul financiar?

IDIOMUL POSTMODERN

Nu am acordat atenție punctului de vedere postmodern până de curând. Nu l-am studiat și nici nu l-am înțeles în totalitate, dar doream să îl înlătur din start, pentru că părea să se afle în conflict cu conceptul reflexivității. Am tratat viziunea postmodernă asupra lumii ca pe o reacție la credința exagerată a Iluminismului în rațiune, mai ales la credința potrivit căreia rațiunea este capabilă să înțeleagă în totalitate realitatea. Nu am văzut o legătură directă între idiomul postmodern și ideologiile totalitare și societățile închise, deși puteam observa că fiind extrem de permisivă cu diferite puncte de vedere, poziția postmodernă putea încuraja înălțarea ideologiilor totalitare. Recent mi-am schimbat părerea; acum văd o legătură clară între idiomul postmodern și ideologia administrației Bush. Această părere a pornit de la articolul lui Ron Suskind din octombrie 2004, apărut în *New York Times Magazine*. Iată ce scria:

> „În vara lui 2002... m-am întâlnit cu unul dintre consilierii principali ai lui Bush. El a exprimat dezamăgirea Casei Albe [privitor la biografia lui Paul O'Neill, *Prețul loialității* de Ron Suskind*] și apoi mi-a spus un lucru pe care la momentul acela nu l-am înțeles în întregime — dar care acum cred că se află în centrul mandatului prezidențial Bush.
>
> Mi-a spus că tipii ca mine trăiesc *în ceea ce noi numim comunitatea bazată pe realitate*, pe care a definit-o ca fiind cea a oamenilor care *cred că soluțiile reies din studiul rațional al realității perceptibile.* Am dat din cap și am murmurat ceva despre principiile iluministe

* Ron Suskind, *Prețul loialității: George W.Bush, Casa Albă și Educația lui Paul O'Neill* (New York: Simon& Schuster, 2004).

şi empirism. El m-a întrerupt: *Lumea nu mai funcţionează la fel*, a continuat. Acum suntem un imperiu, iar atunci când acţionăm, creăm propria noastră realitate. Iar în timp ce tu studiezi realitatea în detaliu, aşa cum o vei face, noi vom acţiona din nou, creând alte noi realităţi, pe care le poţi studia de asemenea, şi aşa vor continua lucrurile. Suntem actori ai istoriei... iar voi toţi veţi fi lăsaţi doar să studiaţi ceea ce facem noi"*.

Consilierul, probabil Karl Rove, nu a recunoscut în mod limpede faptul că adevărul poate fi manipulat, ci a promovat manipularea adevărului drept o abordare superioară. Aceasta interferează direct cu demersul de căutare a adevărului, declarându-l fără rost şi îngreunând această sarcină prin manipulare constantă. Mai mult, abordarea lui Rove a dus la restricţionarea libertăţilor, folosind manipularea opiniei publice pentru a creşte puterea şi prerogativele preşedintelui. Aceasta a şi fost motivaţia administraţiei Bush în momentul declarării Războiului contra Terorii.

Cred că Războiul contra Terorii oferă o ilustrare excelentă a pericolelor inerente ideologiei Rove. Administraţia Bush s-a folosit de Războiul contra Terorii pentru a invada Irakul. Acesta este unul dintre cele mai de succes exemple de manipulare, dar consecinţele sale pentru Statele Unite şi chiar pentru administraţia Bush au fost aproape dezastruoase.

Publicul se trezeşte acum ca dintr-un vis urât. Ce poate învăţa din această experienţă? Că realitatea este un patron dificil şi că o manipulăm punându-ne în pericol: consecinţele acţiunilor noastre pot fi diferite de aşteptări. Oricât de puternici am fi, nu ne putem impune dorinţa asupra lumii: avem nevoie să înţelegem modul în care funcţionează lumea. Cunoaşterea perfectă nu se află la îndemână, dar putem încerca să ne apropiem de ea pe cât posibil. Realitatea este o ţintă mobilă, iar noi trebuie să o urmărim. Pe scurt, înţelegerea realităţii ar trebui să obţină întâietate în faţa manipulării ei.

După cum stau lucrurile acum, căutarea puterii tinde să aibă întâietate în faţa căutării adevărului. Popper şi adepţii săi, incluzându-mă între ei şi pe mine, au făcut o greşeală atunci când au considerat căutarea adevărului ca fiind de la sine înţeleasă. Recunoaşterea greşelii nu ar trebui să ne ducă la abandonarea conceptului de societate deschisă. Dimpotrivă, experienţa

* Ron Suskind, „Fără îndoieli", *New York Times Magazine*, 17 octombrie 2004, 51

administrației Bush ar trebui să întărească angajamentul nostru față de societatea deschisă ca formă dezirabilă de organizare socială. Cu toate acestea, trebuie să modificăm definiția a ceea ce presupune o societate deschisă. În afară de atributele unei democrații libere — alegeri libere, libertăți individuale, separarea puterilor, domnia legii etc. — ea presupune și un electorat care pune accentul pe anumite standarde de onestitate și corectitudine, iar aceste standarde trebuie mai întâi elaborate cu atenție, pentru a fi apoi general acceptate.

STANDARDELE DISCURSULUI POLITIC

Karl Popper, care este în primul rând un filozof al științei, a elaborat astfel de standarde privind discursul științific și experimentul. Pentru a da un singur exemplu, legile trebuie să fie falsificabile iar experimentele repetabile, pentru a se califica drept științifice. Standardele metodei științifice nu pot fi aplicate în mod direct vieții politice; totuși, ele servesc drept exemplu ca tip de reguli care trebuie stabilite.

Am identificat două diferențe cruciale între știință și politică. Prima este aceea că politica se interesează mai mult de căutarea puterii decât de căutarea adevărului. A doua este aceea că în știință există un criteriu independent, de obicei cel faptic, prin care adevărul sau validitatea unei afirmații poate fi judecat. În politică, faptele sunt adesea dependente de deciziile participanților. Reflexivitatea oferă o cheie universală pentru modelul metodei științifice al lui Popper.

În *Alchimia finanțelor,* m-am referit la doctrina metodei unice a lui Popper. Am argumentat că reflexivitatea împiedică științele sociale să ajungă la standardele științelor naturii. Cum ne putem aștepta ca metoda științifică să producă generalizări care să permită în mod reversibil predicții și explicații determinate, în condițiile în care cursul evenimentelor este nedeterminat? Trebuie să ne mulțumim cu bănuieli și cu scenarii alternative în loc de predicții determinate. În retrospectivă, probabil că am pierdut prea mult timp examinând rolul savanților sociali și prea puțin pentru a înțelege participanții la manifestările sociale. De aceea am și scăpat din vedere eroarea conținută de conceptul societății deschise al lui Popper, aceea că politica este mai interesată de ajungerea la putere decât de căutarea adevărului. Acum corectez eroarea, introducând ca cerințe explicite ale societății deschise onestitatea și respectul pentru realitate.

Din păcate nu deţin o formulă exactă pentru cum ar trebui atinse aceste cerinţe; o pot identifica doar ca fiind problemă nerezolvată, ceea ce nu este surprinzător. Problema nu este una pe care individul o poate rezolva de unul singur, ci una ce necesită o schimbare în atitudinea publicului*.

Cred că discursul politic obişnuia să menţină nişte standarde mult mai înalte decât astăzi în ceea ce priveşte realismul şi respectul faţă de opiniile oponenţilor, în primii două sute de ani de democraţie americană. Am observat că oamenii mai în vârstă văd trecutul de obicei în culori mai deschise decât prezentul, dar în acest caz cred că îmi pot justifica afirmaţia cu ajutorul aberaţiei iluministe. Atâta timp cât oamenii credeau în puterea raţiunii, ei credeau şi în căutarea adevărului. Acum că am descoperit că realitatea poate fi manipulată, această credinţă a fost serios zdruncinată.

Acest lucru ne duce la concluzia paradoxală că standardele politice mai înalte se bazau pe o iluzie ce a fost subminată de descoperirea adevărului — acela că realitatea poate fi manipulată. Concluzia este întărită şi de faptul că Rove a fost capabil să se impună celor care încă acţionau sub influenţa aberaţiei iluministe, prin argumente raţionale şi nu făcând apel la emoţii, fără referire la fapte. Războiul contra Terorii s-a dovedit a fi însă cel mai eficient slogan, pentru că el apela la cea mai puternică emoţie — la frica de moarte.

Pentru a restabili standardele înalte care domneau înainte, oamenii trebuie să înţeleagă că realitatea este importantă chiar şi atunci când poate fi manipulată. Altfel spus, oamenii trebuie să accepte reflexivitatea. Aceasta nu este o sarcină uşoară, pentru că o realitate reflexivă este mult mai complicată decât realitatea pe care o presupunea Iluminismul. De fapt realitatea este atât de complicată încât nu poate fi niciodată cunoscută în întregime. Acumularea de cunoaştere rămâne totuşi la fel de importantă ca în Epoca Luminilor şi în acest sens acceptarea reflexivităţii înseamnă un important pas înainte. Asta a fost ideea pe care am enunţat-o în ultima mea carte, atunci când am spus ca trebuie să avansăm de la Epoca Raţiunii la Epoca Failibilităţii.

* Bernard Williams oferă o mărturie valoroasă cu privire la acest subiect în cartea sa *Adevăr şi Realism: un eseu de genealogie* (Princeton: Princeton University Press, 2004)

FAILIBILITATEA RADICALA

Failibilitatea și reflexivitatea sunt idei pe care este greu să le acceptăm și cu care este greu să operăm. Ca participanți, noi trebuie în mod constant să luăm decizii și să acționăm. Dar cum putem acționa cu încredere, când putem greși, iar acțiunile noastre pot avea consecințe adverse nedorite? Ar fi ideal dacă ne-am putea baza pe un sistem doctrinar sau de credințe, care să ne dea adevărul absolut. Din păcate ceea ce e ideal nu e și ușor de atins; adevărul absolut este în afara capacității intelectului uman. Ideologiile care promit certitudine totală sunt sortite eșecului. Iar această idee este singura care poate opri oamenii din a adopta o astfel de ideologie.

Faptul că adevărul absolut este de neatins nu scoate din calcul religia. Dimpotrivă, acolo unde capacitatea de a acumula cunoaștere se oprește, se deschide calea credinței. A afirma că nu ne putem baza deciziile pe cunoaștere este totuna cu a admite că nu putem evita raportarea la credințe, religioase sau seculare. De fapt, religia a jucat un rol important de-a lungul istoriei. Perioada iluministă constituie o excepție. Credința în cunoaștere a eclipsat temporar religia și astfel secolul XX a ajuns să fie dominat de ideologii seculare: socialism, comunism, fascism, național-socialism și sunt tentat să adaug capitalismul și încrederea în piețe. Când elementul absurd al viziunii iluministe asupra lumii a devenit mai evident, credințele religioase au ieșit din nou în față.

Știința nu poate să nege ideologiile religioase sau seculare, pentru că în însăși natura acestor ideologii stă faptul că nu pot fi falsificate. Totuși, suntem îndemnați să acționăm în baza presupunerii că putem greși. Chiar dacă o dogmă nu poate fi dovedită a fi incorectă, interpretarea noastră nu poate fi dovedită ca fiind adevărată.

Până aici am urmat pașii lui Popper, dar sunt tentat să merg mai departe. El consideră că putem greși; eu consider că suntem sortiți să greșim. Numesc acesta postulatul failibilității radicale, care se bazează pe următorul argument: suntem capabili să acumulăm niște idei din realitate, dar cu cât înțelegem mai mult, cu atât avem mai mult de înțeles. Confruntați cu această țintă mobilă, suntem pasibili să ne îngreunăm cu cunoștințe pe care le acumulăm, extinzându-le spre arii unde nu se mai aplica. În acest fel, chiar și interpretări valide ale realității sunt sortite să dea naștere unora distorsionate. Acest argument este similar Principiului Peter, care susține că angajații competenți sunt promovați până ajung la nivelul lor ultim de incompetență.

Cred că poziţia mea este susţinută de descoperirile limbajelor cognitive. George Lakoff, printre alţii, a arătat că limbajul foloseşte mai degrabă metafore decât logica strictă. Metaforele acţionează transferând observaţii sau atribute de la un set de circumstanţe la altul şi este aproape inevitabil ca procesul să nu fie dus mai departe. Se vede cel mai bine acest lucru în cazul metodei ştiinţifice. Ştiinţa este o metodă de mare succes pentru acumularea de cunoaştere. Astfel, ea pare să contrazică postulatul failibilităţii, mai ales în ceea ce priveşte faptul că suntem sortiţi să nu avem dreptate. Dar procesul ajunsese prea departe; din cauza succesului ştiinţelor naturale, savanţii din sfera ştiinţelor sociale au făcut tot posibilul pentru a imita ştiinţele naturale.

Să luăm exemplul teoriei economice clasice. În folosirea conceptului de echilibru, ea imită fizica newtoniană. Dar pe pieţele financiare, unde aşteptările joacă un rol important, afirmaţia potrivit căreia pieţele tind spre echilibru nu corespunde realităţii. Teoria aşteptărilor raţionale a trecut prin multe modificări pentru a crea o lume artificială în care domneşte echilibrul, dar în acea lume mai degrabă realitatea se pliază după teorie decât invers. Acesta e un caz în care se aplică postulatul failibilităţii radicale.

Chiar şi atunci când nu au izbutit să ajungă la standardele şi la regulile metodei ştiinţifice, gânditorii au încercat să îşi deghizeze teoriile sub o înfăţişare ştiinţifică, pentru a câştiga recunoaşterea. Sigmund Freud şi Karl Marx considerau amândoi că teoriile lor determină cursul evenimentelor în domeniile respective pentru că acestea erau unele ştiinţifice. (La momentul acela, legile ştiinţifice erau considerate determinatoare.) Popper i-a demascat cu succes, mai ales pe Marx, arătând că teoriile lor nu puteau fi testate în concordanţă cu schema lui; prin urmare, teoriile nu erau ştiinţifice. Dar Popper nu a mers suficient de departe; el nu a observat că studiul fenomenelor sociale întâlneşte un obstacol ce lipseşte în cazul ştiinţelor naturale — reflexivitatea şi principiul incertitudinii umane. Prin urmare, imitaţia servilă a ştiinţelor naturale nu produce o reprezentare adecvată a realităţii. Echilibrul general şi aşteptările raţionale lipsesc din realitate. Ele constituie exemple ale modului în care o abordare ce produce rezultate valide este supraexploatată şi încărcată până la punctul în care îşi pierde validitatea.

Să presupunem că obiecţiile mele referitoare la conceptul de echilibru general şi de aşteptări raţionale ar fi fost corecte şi că aceste teorii ar fi fost abandonate; ele nu ar mai fi servit drept exemple de failibilitate radicală. Asta arată eroarea fatală din postulatul meu: el nu este în mod necesar

adevărat. La fel cum Popper nu a mers suficient de departe, eu am mers prea departe. Nu suntem sortiți să greșim în orice situație; concepțiile greșite pot fi corectate.

Cum rămâne deci cu postulatul meu? El se califică drept o aberație fertilă. El nu poate fi adevărat pentru că ar cădea în categoria paradoxului mincinosului. Dacă ar fi fost o teorie științifică, s-ar fi dovedit falsă, pentru că în schema lui Popper o singură probă este suficientă pentru a falsifica o teorie. Dar postulatul failibilității radicale nu este o teorie științifică. Este o ipoteză de lucru și funcționează remarcabil în această ipostază. Ea ajută la identificarea situațiilor care se autosusțin și a celor care se autodistrug pentru că presupune că ideile care funcționează vor fi supraexploatate până la un punct la care nu mai sunt de folos. De fapt în cursul carierei mele de investitor am identificat mai multe secvențe creștere-declin decât au existat în realitate. Pe majoritatea le-am înlăturat prin probare. Postulatul failibilității radicale pune accentul pe divergența dintre realitate și percepția participanților asupra realității și îndreaptă atenția asupra concepțiilor greșite ca factor cauzal în istorie. Aceasta duce la o interpretare specifică a istoriei, care poate fi edificatoare. Situația prezentă este un astfel de moment. Consider Războiul contra Terorii o concepție greșită sau o falsă metaforă, care a avut un efect nefericit asupra Americii și a lumii întregi. Iar criza financiară curentă poate fi în mod direct atribuită unei false interpretări a modului în care funcționează pieţele financiare.

Postulatul failibilității radicale și ideea de aberație fertilă sunt particularitățile teoriei mele. Aceste concepte par să aibă o conotație negativă, dar realitatea este alta. Ceea ce nu este perfect poate fi îmbunătățit; failibilitatea radicală lasă loc îmbunătățirii. În definiția mea, o societate deschisă este o societate imperfectă care este deschisă îmbunătățirii. Societatea deschisă generează speranță și creativitate, deși este în permanență în pericol, iar istoria este plină de exemple dezamăgitoare. În ciuda terminologiei cu conotație negativă — înțelegere imperfectă, failibilitate radicală, aberații fertile — viziunea mea asupra vieții este una profund optimistă. Și asta pentru că din când în când, baza conceptuală pe care am folosit-o mi-a permis să aduc îmbunătățiri vieții reale.

Capitolul 4

REFLEXIVITATEA PE PIEȚELE FINANCIARE

Până acum am cercetat în amănunt domeniul abstracțiunilor. Am afirmat că există o legătură în dublu sens între gândire și realitate, care, atunci când operează simultan, introduce un element de incertitudine în gândirea participanților și un element de nedeterminare în cursul evenimentelor. Am numit această relație reflexivitate și am conchis că reflexivitatea distinge între dezvoltarea istorică unică și evenimentele cotidiene banale. Acum voi aduce dovezi concrete privind faptul că aceste evoluții reflexive chiar au loc și sunt semnificative din punct de vedere istoric.

În acest scop, mă voi întoarce nu la istoria politică, ci la pieţele financiare. Acestea oferă un excelent laborator de testare, întrucât majoritatea prețurilor și alte informații sunt publice și cuantificate. Există multe procese reflexive în politică și în alte forme ale istoriei, dar ele sunt mai greu de demonstrat și analizat. Principalul avantaj al pieţelor financiare ca laborator de testare este acela că teoria reflexivității se află în contradicție clară cu o teorie încă larg acceptată, aceea că pieţele financiare tind spre echilibru. Dacă teoria echilibrului este corectă, reflexivitatea nu poate exista. Prin același raționament, dacă teoria reflexivității este corectă, teoria echilibrului nu e validă. Comportamentul pieţelor financiare trebuie interpretat mai degrabă ca un proces întrucâtva imprevizibil, decât ca unul determinat de legi nepotrivite. Dacă această interpretare este acceptată cu privire la pieţele financiare, ea poate fi extinsă apoi la alte forme istorice unde reflexivitatea este mai greu de observat.

Mi-am publicat pentru prima oară teoria despre pieţele financiare în *Alchimia finanțelor*, dar teoria reflexivității nu s-a bucurat de aprecieri critice

serioase. Situația se schimbă acum. Economiștii au realizat că paradigma dominantă este inadecvată, dar nu au dezvoltat încă una nouă. Balonul din sectorul ipotecar subprime care a explodat în august 2007 și care a cauzat haos financiar la scară largă va forța însă ritmul. Consider că reflexivitatea ca fenomen se află pe punctul de a câștiga recunoaștere, iar teoria mea reprezintă o cercetare importantă. Procesele reflexive care se desfășoară actualmente pe pieţele financiare și economia globală constituie un element important al realității cu care ne confruntăm în momentul actual. Există însă un mare pericol ca acestea să nu fie înțelese corect. Aceasta este o altă situație în care funcția cognitivă trebuie să capete întâietate în fața celei manipulatorii, pentru a evita consecințele nedorite. Voi rezuma teoria în termeni generali în acest capitol și o voi aplica asupra situației actuale în Partea a II-a.

TEORIA ECHILIBRULUI

Teoria economică încearcă să imite științele naturale. Ea are drept scop stabilirea unor generalizări universal valabile care pot fi folosite în mod reversibil pentru a prezice fenomenele economice. Teoria competiției perfecte s-a modelat după fizica newtoniană, având în vedere echilibrul dintre cerere și ofertă către care tind prețurile pieței. Teoria a fost construită ca un sistem axiomatic de tipul geometriei euclidiene: ea se bazează pe postulate și toate concluziile ei derivă din calculul logic sau matematic. Postulatele specifică anumite condiții ideale, chiar dacă concluziile ar trebui să fie relevante pentru lumea reală. Teoria afirmă că, date fiind condițiile specificate, efortul neîngrădit de atingere a propriului interes duce la o alocare optimă de resurse. Punctul de echilibru este atins atunci când fiecare firmă produce la un nivel la care costurile marginale egalează prețul pieței, iar fiecare consumator cumpără o cantitate a cărei utilitate marginală egalează prețul pieței. Se poate calcula matematic felul în care poziția de echilibru maximizează beneficiile pentru fiecare participant. Acest argument a servit drept temelie pentru politica *laissez-faire* din secolul al XIX-lea și reprezintă baza credinței în „magia pieței" care a câștigat recunoaștere la scară largă pe timpul mandatului prezidențial al lui Ronald Reagan.

Unul dintre postulatele cheie ale acestei teorii, așa cum a fost propusă la început, este cunoașterea perfectă. Printre celelalte postulate se numără produsele omogene și divizibile și un număr mare de participanți, astfel

încât nici un cumpărător sau vânzător să nu poată influența prețurile pieței. Ideea de cunoaștere perfectă se află în contradicție nu doar cu reflexivitatea, ci și cu ideea de înțelegere imperfectă, argumentată convingător de Karl Popper. Este exact motivul pentru care am pus la îndoială teoria pe când eram student. Economiștii clasici au folosit conceptul de cunoaștere perfectă tocmai în sensul pe care îl combătea Popper. Ei operau sub influența a ceea ce eu numesc aberația iluministă. În timp ce problemele epistemologice începeau să iasă la suprafață, exponenții teoriei au observat că trebuie folosit un concept mai modest: acela de informație. În formularea modernă, teoria postulează informarea perfectă. *

Din păcate această premisă nu este suficientă pentru a sprijini concluziile teoriei. Pentru a contrabalansa deficiențele, economiștii moderni au apelat la un plan ingenios: au cerut considerarea curbelor de cerere și ofertă drept date independente. Ei nu au prezentat acest lucru ca pe un postulat, ci mai degrabă și-au motivat revendicarea prin rigori metodologice. Au argumentat că sarcina economiei este studierea relației dintre cerere și ofertă, și nu a fiecăreia dintre ele luate individual. Cererea poate fi un subiect potrivit pentru psihologi, oferta poate fi obiectul de studiu al inginerilor sau teoreticienilor managementului, dar amândouă se situează în afara scopului economiei**. Prin urmare, ele trebuie luate ca date independente. Aceasta a fost teoria care mi-a fost predată pe timpul studenției.

Dar dacă ne oprim să ne întrebăm ce înseamnă condițiile de cerere și ofertă ca date independente, devine clar că a fost introdusă o presupoziție adițională. Altfel, de unde apar aceste curbe? Avem de a face cu o ipoteză deghizată în instrument metodologic. Participanții ar trebui să aleagă între alternative în concordanță cu gama lor de preferințe. O presupunere tacită este aceea că participanții știu care sunt acele preferințe și alternative.

După cum voi încerca să arăt, această presupunere este ușor de combătut. Forma curbelor cererii și ofertei nu poate fi considerată independentă, pentru că ambele incorporează așteptările pe care participanții le au de la evenimente modelate tocmai de aceste așteptări. Nicăieri nu este mai vizibil rolul așteptărilor decât pe piețele financiare. Deciziile de vânzare și cumpărare se bazează pe așteptările referitoare la prețurile viitoare, iar

* George Stigler, *Teoria prețului* (New York,: Macmillan, 1966)

** Lionel C.Robbins, *Eseu asupra naturii și semnificației științelor economice*, a treia ediție (New York: New York University Press, 1984)

prețurile viitoare, la rândul lor, depind de deciziile de vânzare sau de cumpărare.

A vorbi despre cerere și ofertă ca și când ar fi determinate de forțe independente de așteptările participanților la piață ne induce în eroare. Curbele de cerere și ofertă sunt prezentate în culegeri ca și când s-ar baza pe dovezi empirice. Dar dovezile sunt insuficiente pentru a considera curbele de cerere și ofertă drept date independente. Oricine desfășoară o activitate comercială pe o piață cu prețuri ce fluctuează continuu știe că participanții sunt influențați de dezvoltarea pieței. Prețurile în creștere atrag adesea cumpărători și viceversa. Cum ar putea curentele care se autosusțin să persiste dacă curbele de cerere și ofertă ar fi independente de prețurile pieței? Chiar și o privire fugitivă asupra mărfurilor, bursei și monedei confirmă că aceste curente constituie mai degrabă regula decât excepția.

Însăși ideea că evenimentele de pe piață pot afecta forma curbelor de cerere și ofertă pare incompatibilă cu cele stipulate de economia clasică. Curbele de cerere și ofertă ar trebui să determine prețul pieței. Dacă și ele s-ar afla sub influența pieței, prețurile ar înceta să fie unic determinate. În loc de echilibru, am avea doar prețuri fluctuante, iar asta ar însemna începutul unei situații dezastruoase. Toate concluziile teoriei economice și-ar pierde relevanța în fața lumii reale. În scopul prevenirii acestui rezultat a fost introdus un instrument metodologic care tratează curbele de cerere și ofertă ca date independente. Există ceva înșelător în folosirea unui instrument metodologic ce ascunde o presupunere care, exprimată liber, ar fi considerată de neconceput.

Din zilele studenției mele, economiștii au făcut tot posibilul pentru a încadra rolul așteptărilor în teoria competiției perfecte. Ei au dezvoltat teoria așteptărilor raționale. Nu pot pretinde că înțeleg în totalitate teoria pentru că nu am studiat-o niciodată. Dacă înțeleg bine, teoria afirmă că participanții la piață își urmăresc interesul propriu și își bazează deciziile pe presupunerea că și ceilalți participanți fac la fel. Sună echitabil, dar în realitate nu se întâmplă astfel: participanții nu acționează în baza intereselor lor, ci în baza percepției pe care o au despre interesele lor, ceea ce nu e același lucru. S-a demonstrat în mod convingător prin experimentele economiei *behaviouriste**. Participanții la piață acționează pe baza înțelegerii imperfecte, iar acțiunile lor au consecințe neașteptate. Așteptările și

* Daniel Kahnerman și Amos Tverki, „Perspectiva teoriei: O analiză a deciziilor luate sub factori de risc", *Econometrica* (martie 1979): 263-91

rezultatele nu corespund — există diferenţe între *ex ante* şi *ex post* — şi nu este raţional ca oamenii să acţioneze pe baza ipotezei că nu există divergenţe între cele două.*

Teoria aşteptărilor raţionale încearcă să depăşească această dificultate, susţinând că piaţa ca întreg este întotdeauna mai mult decât participantul individual — suficient pentru ca pieţele să aibă mereu dreptate. Oamenii pot înţelege greşit, iar înţelegerea greşită poate cauza tulburări aleatorii; dar într-o analiză ultimă, toţi participanţii la piaţă folosesc acelaşi model de funcţionare a lumii, iar când nu deţin acest model, învaţă din experienţă, pentru ca în final să adopte acelaşi model. Am considerat această interpretare atât de îndepărtată de realitate încât nici măcar nu m-am obosit să o studiez. Am lucrat cu un alt model, iar faptul că am avut succes folosindu-l demontează teoria aşteptărilor raţionale, pentru că cea pe care am realizat-o depăşeşte limita unei devieri permise de teoria întâmplării.

O TEORIE CONTRADICTORIE

Consider că pieţele financiare greşesc mereu, în sensul că operează cu anumite prejudecăţi dominante, dar într-un curs normal al evenimentelor, ele tind să-şi corecteze excesele. Ocazional, prejudecăţile dominante pot să se valideze singure, influenţând nu numai preţurile pieţei, dar şi aspectele de bază pe care acestea ar trebui să le reflecte.

Aceasta e ideea pe care cei adânc îndoctrinaţi de paradigma dominantă o înţeleg cu greu. Mulţi critici ai reflexivităţii au afirmat că eu doar reiterez un lucru evident, şi anume că percepţiile alterate ale participanţilor influenţează preţurile pieţei. Dar esenţa teoriei reflexivităţii nu este atât de evidentă; ea stipulează că preţurile pieţei pot influenţa aspectele de bază. Iluzia că pieţele reuşesc tot timpul să aibă dreptate este cauzată de capacitatea lor de a afecta aspectele de bază pe care ar trebui să le reflecte. Schimbarea aspectelor de bază ar putea apoi să consolideze alterarea aşteptărilor, într-un proces care iniţial să se autosprijine, iar apoi să se autodistrugă. Desigur că aceste secvenţe creştere-declin nu apar tot timpul. Cel mai adesea prejudecăţile se autocorectează înainte de a afecta aspectele

* Roman Frydman şi Mchael D.Goldberg, *Economia cunoaşterii imperfecte: Ratele de schimb şi riscurile* (Princeton: Princeton University Press, 2007); Roman Frydman şi Edmund Phelps, *Prognoza individuală şi rezultatele globale: examinarea aşteptărilor raţionale* (Cambridge: Cambridge University Press, 19830.)

de bază. Dar faptul că ele pot apărea nu validează teoria așteptărilor raționale. Când apar, procesele creștere-declin pot căpăta o semnificație istorică. E cazul Marii Depresii și al momentului actual, deși desfășurarea ia acum o formă total diferită.

În *Alchimia finanțelor* am dat multe exemple de procese creștere-declin sau de „baloane de săpun" pe pieţele financiare. Fiecare caz conține o legătură reflexivă în dublu sens între aprecierile pieței și așa-numitele aspecte de bază, care într-un fel le scurtcircuitează, prin aceea că aprecierile afectează aspectele de bază pe care ar trebui să le reflecte. Scurtcircuitul poate lua forma influențării capitalizării, ca în cazul acțiunilor adiționale la prețuri umflate, dar cel mai des se întâlnește în indicii de îndatorare. Cele mai multe situații, dar nu toate, gravitează în jurul afacerilor imobiliare, fie ele rezidențiale sau industriale, unde dorința de a împrumuta influențează valoarea garanției. În criza bancară internațională din 1980, scurtcircuitul a apărut în împrumuturile de tip sovereign; garanțiile nu au jucat nici un rol aici, dar dorința băncii de a acorda credite a afectat așa-numiții coeficienți de debit care condiționau capacitatea statelor de împrumut.

BOOMUL CONGLOMERATELOR DIN ANII 1960

Unul dintre succesele timpurii pe care le-am avut ca manager al unui fond de *hedging* a avut legătură cu exploatarea boomului conglomeratelor care s-a desfășurat la sfârșitul anilor 1960. El a apărut atunci când managementul unor companii specializate în înalte tehnologii de apărare a recunoscut că rata de creștere dominantă de care se bucurau companiile lor nu mai putea fi susținută și după încheierea Războiului din Vietnam. Companii precum Textron, LTV și Teledyne au început să-și folosească depozitele de acțiuni, cotate relativ înalt, pentru a achiziționa companii mai „domestice" și, cum creșterea câștigurilor lor pe acțiune s-a accelerat, în loc să se diminueze, câștigurile lor multiple au sporit. Aceste companii au fost deschizătorii de drumuri; succesul lor a atras investitorii, iar mai târziu, până și cele mai banale companii puteau atinge un multiplu mai mare doar intrând în febra achizițiilor. Într-un final, o companie putea atinge un multiplu înalt doar promițând să îl folosească cum trebuie, adică făcând achiziții.

Managerii au dezvoltat tehnici speciale de contabilitate care sporeau impactul benefic al achiziţiilor. S-au introdus schimbări şi în companiile cumpărate. Au modernizat operaţiunile, au reglementat bunurile şi, în general, s-au concentrat pe atingerea scopului, dar aceste schimbări erau mai puţin semnificative decât impactul avut de câştigurile pe acţiune obţinute prin achiziţiile însele.

Investitorii s-au năpustit ca nişte hiene. La început, rapoartele fiecărei companii erau judecate individual, dar treptat conglomeratele au început să fie recunoscute ca grup. A apărut astfel o nouă rasă de investitori: managerii timpurii de fonduri de *hedging* sau speculatorii (*gunslinger*). Ei au dezvoltat linii de comunicare directă cu managementul conglomeratelor, iar conglomeratele au plasat aşa-numitele documente de capital direct managerilor fondurilor. Preţul de plasament era redus faţă de nivelul pieţei, dar acţiunile nu puteau fi revândute pentru o perioadă fixă de timp. Treptat, conglomeratele au învăţat să administreze atât preţurile acţiunilor, cât şi câştigurile.

Concepţia eronată pe care se sprijinea boomul conglomeratelor era credinţa potrivit căreia companiile ar trebui evaluate în funcţie de creşterea câştigurilor pe acţiune, fără să se ia în calcul felul în care se ajunsese la acest rezultat. Ipoteza a fost exploatată de manageri, care şi-au folosit acţiunile supraevaluate pentru a cumpăra companii în termeni avantajoşi, crescând astfel şi mai mult valoarea acţiunilor. Din punct de vedere analitic, această concepţie eronată nu ar fi putut apărea dacă investitorii ar fi înţeles reflexivitatea şi ar fi realizat că practica de folosire a efectului de levier, în cazul nostru, vânzarea acţiunilor la preţuri umflate, poate genera creşterea câştigurilor.

Multiplele s-au extins şi într-un final realitatea nu mai putea susţine aşteptările. Din ce în ce mai mulţi oameni au devenit conştienţi de ipoteza pe care se baza acest boom, chiar pe măsură ce se avântau în joc. Pentru a menţine indicele de creştere al câştigului, achiziţiile trebuiau să fie tot mai mari şi până la urmă conglomeratele au ajuns la limita dimensiunilor lor. Punctul de cotitură a fost momentul în care Saul Steinberg de la Reliance Group a încercat să cumpere Chemical Bank, fiind combătut şi învins de companiile reputate ale momentului.

Când preţurile la acţiuni au început să scadă, declinul a devenit o reacţie în lanţ. Pe măsură ce supraevaluarea s-a diminuat, achiziţionarea devenise ineficace. Problemele interne trecute cu vederea pe timpul perioadei de creştere externă rapidă au început să iasă la iveală. Rapoartele de profit

dezvăluiau surprize neplăcute. Investitorii erau deziluzionați, iar managementul conglomeratelor trecea prin situații de criză: după momentele de succes răsunător, puține erau dornice să coboare ștacheta spre corvoada managementului zilnic. După cum mi-a mărturisit președintele unei corporații: „Nu am o audiență pentru care să joc". Situația era agravată de recesiune și multe dintre conglomeratele care s-au avântat prea sus s-au dezintegrat, la propriu. Investitorii erau pregătiți pentru ce era mai rău, ceea ce s-a și întâmplat pentru multe companii. Pentru alții, realitatea s-a dovedit mai blândă decât așteptările și până la urmă situația s-a stabilizat. Companiile care au supraviețuit, aflate de obicei sub un nou eșalon de management, au reușit să iasă de sub dărâmături.

TRUSTURILE DE INVESTIȚII IMOBILIARE

Cel mai bine documentat am fost în fața secvenței creștere-declin a trusturilor de investiții imobiliare. Trusturile de investiții imobiliare reprezintă o formă corporatistă specială, instituită prin lege. Caracteristica lor cheie este aceea că dacă cheltuiesc peste 95% din venituri, pot distribui acești bani fără să mai plătească impozitele corporatiste. Oportunitatea creată de legislație a rămas în mare parte neexploatată până în 1969, când au fost fondate numeroase trusturi ipotecare. Prezent la crearea lor, imediat după experiența conglomeratelor, am observat aici potențialul creștere-declin. Am publicat un raport de cercetare, unde am argumentat că metoda convențională de analiză a valorilor nu se putea aplica. Analiștii încearcă în general să prezică viitorul curs al câștigurilor și apoi să estimeze prețul pe care investitorii ar fi dispuși să îl plătească pentru aceste câștiguri. Această metodă nu este potrivită trusturilor ipotecare pentru că prețul pe care investitorii sunt dispuși să îl plătească pentru acțiuni reprezintă un factor important în determinarea viitoarelor tendințe de câștig. În loc să prezicem separat câștigurile viitoare și evaluările, ar trebui să anticipăm cursul viitor al întregului proces inițial de autosusținere și apoi de autodistrugere.

Am creionat apoi o schemă în patru acte. Aceasta începe cu o supraevaluare a trusturilor ipotecare timpurii, care le permite să justifice supraevaluarea furnizând acțiuni adiționale la prețuri mărite; apoi apar imitatorii, care distrug oportunitățile. Scenariul se termină cu falimentul la scară largă.

Raportul meu are o istorie interesantă. A apărut la un moment la care managerii de fonduri de *hedging* suferiseră pierderi severe în urma colapsului conglomeratelor. Pentru că aveau dreptul la un procent din profit, dar nu trebuiau să împartă şi pierderile, erau tentaţi să se îndrepte spre orice părea să compenseze pierderile suferite. Înţelegeau instinctiv modul de funcţionare al procesului reflexiv pentru că tocmai participaseră la el şi erau nerăbdători să intre din nou în joc. Raportul a primit o reacţie de proporţii, de care nu am fost conştient până când am primit un telefon de la o bancă din Cleveland care îmi cerea o copie nouă după raport, pentru că exemplarul lor fusese fotocopiat de atâtea ori încât nu mai era lizibil. Nu existau decât câteva trusturi ipotecare la acea vreme, dar acţiunile erau atât de vânate încât aproape că şi-au dublat preţul într-o lună şi ceva. Cererea genera ofertă şi a apărut o serie de noi emisiuni pe piaţă. Când a devenit clar că sursa de trusturi ipotecare era practic inepuizabilă, preţurile au scăzut aproape la fel de repede cum crescuseră. În mod evident cititorii raportului meu nu luaseră în calcul uşurinţa intrării pe piaţă, iar greşeala lor a fost corectată în cel mai scurt timp posibil. Totuşi entuziasmul iniţial a pus pe drumul cel bun procesul de autoconsolidare descris în raport. Evenimente ulterioare au luat cursul descris în raport. Trusturile ipotecare s-au bucurat de un boom mai puţin violent decât cel apărut după publicarea raportului meu, care în schimb s-a dovedit mai de durată.

Investisem serios în trusturi ipotecare la momentul la care am scris raportul şi am obţinut profit, odată cu receptarea peste aşteptări a studiului meu. Eram suficient de entuziasmat de propriul succes şi am rămas cu un inventar de acţiuni când a venit declinul. M-am menţinut şi chiar mi-am întărit poziţia. Am continuat să urmăresc apoi îndeaproape industria pentru aproximativ un an şi mi-am vândut într-un final posesiile, cu profituri bune. Apoi am pierdut contactul cu grupul, până când, peste câţiva ani, problemele au început să iasă la suprafaţă. Când am devenit conştient de ele, am fost tentat să iniţiez poziţii scurte pe piaţă, dar eram în dezavantaj, întrucât nu mai eram familiarizat cu companiile. Totuşi, atunci când am recitit raportul pe care îl scrisesem cu câţiva ani în urmă, l-am găsit atât de convingător, încât am decis să vând grupul de acţiuni mai mult sau mai puţin de-a valma. Mai mult, cum acţiunile scădeau, am rămas la fel de expus, vânzând active adiţionale. Predicţia mea s-a îndeplinit şi cele mai multe trusturi ipotecare au dat faliment. Rezultatul a fost că am obţinut peste 100% profit pe poziţii scurte — aparent o

imposibilitate, pentru că profitul maxim pentru o poziție scurtă este de 100%. (Explicația este că am continuat să vând acțiuni adiționale).

CRIZA BANCARĂ INTERNAȚIONALĂ DIN ANII 1980

Toate procesele creștere-declin conțin un element de înțelegere sau de concepție greșit. În cele două cazuri pe care le-am descris, procesul a luat forma efectului de levier al capitalurilor, adică furnizarea de acțiuni la prețuri mărite, care a fost posibilă datorită unei ipoteze eronate privind creșterea câștigurilor: creșterile obținute prin furnizarea de acțiuni adiționale la prețuri mărite artificial obțineau același credit ca și creșterea la care se ajungea prin alte mijloace. Procesele creștere-declin sau boomurile sunt asociate mai frecvent cu indicele de îndatorare decât cu folosirea efectului de levier, dar am analizat doar o ipostază a lor în *Alchimia finanțelor*: criza bancară internațională din 1980, care a fost generată de creditele excesiv de mari acordate țărilor în curs de dezvoltare în anii 1970.

După șocul petrolului din 1973, cauzat de formarea OPEC (Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol), marile centre financiare au fost inundate de depuneri provenind din țările producătoare de petrol și le-au canalizat în principal spre țările importatoare de petrol, care trebuiau să-și finanțeze balanța de plăți a deficitelor. Băncile au folosit așa-numiții indici de debit pentru a evalua gradul de adecvare la credit al țărilor debitoare, dar nu au înțeles decât prea târziu că indicii erau afectați de propriile lor activități de creditare.

În cazul indicilor de îndatorare, concepția greșită constă în eșecul de a recunoaște legătura reflexivă în dublu sens dintre gradul de adecvare la credit și dorința creditorului de a credita: de obicei se află în joc și o garanție, care ia cel mai frecvent forma proprietăților imobiliare. „Baloanele de săpun" apar atunci când băncile tratează valoarea imobiliară ca și când ar fi independentă de asentimentul băncii de acceptare a girului.

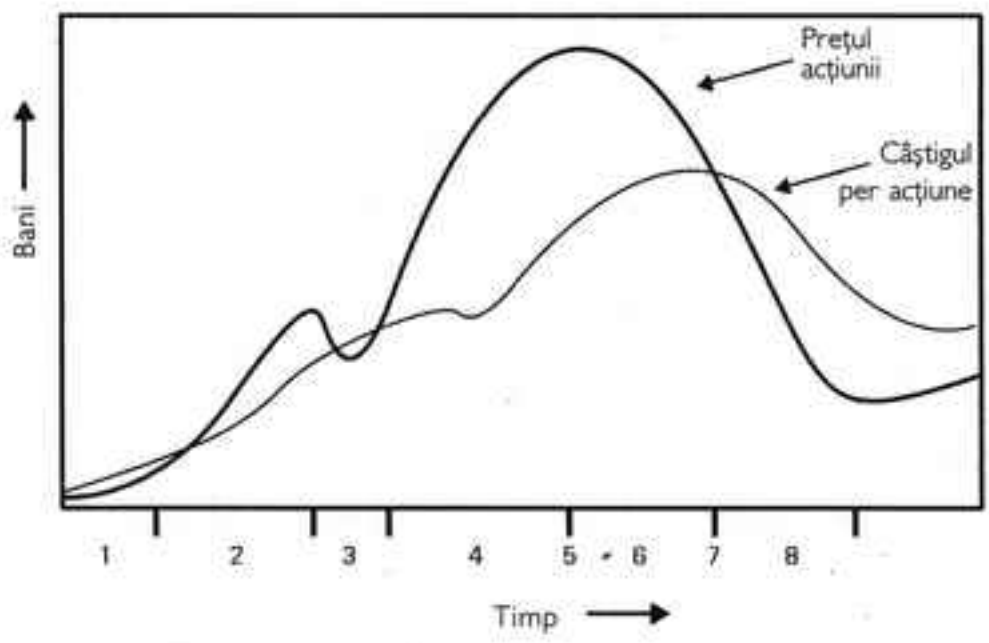
Criza bancară internațională din 1980 a fost întrucâtva diferită. Debitorii erau state suverane, care nu promiteau nici o garanție. Respectabilitatea lor se măsura în indici de debit, care s-au dovedit a fi reflexivi: în loc să funcționeze ca dat independent, indicele de debit al țărilor debitoare a crescut în mod artificial în anii 1970, datorită consimțământului băncii de a le credita și a unui boom al prețurilor mărfurilor. Prima țară care a întâmpinat dificultăți a fost Mexicul, țară producătoare de petrol. (Ungaria

a precedat-o, dar problema era una internă). De la criza bancară internaţională din 1980, am fost martor la mai multe boomuri pe piaţa imobiliară în Japonia, Marea Britanie şi Statele Unite. Concepţia greşită se poate manifesta în diferite ipostaze, dar principiul este mereu acelaşi. Uimitor este faptul că apare recurent.

MODELUL CREŞTERE-DECLIN

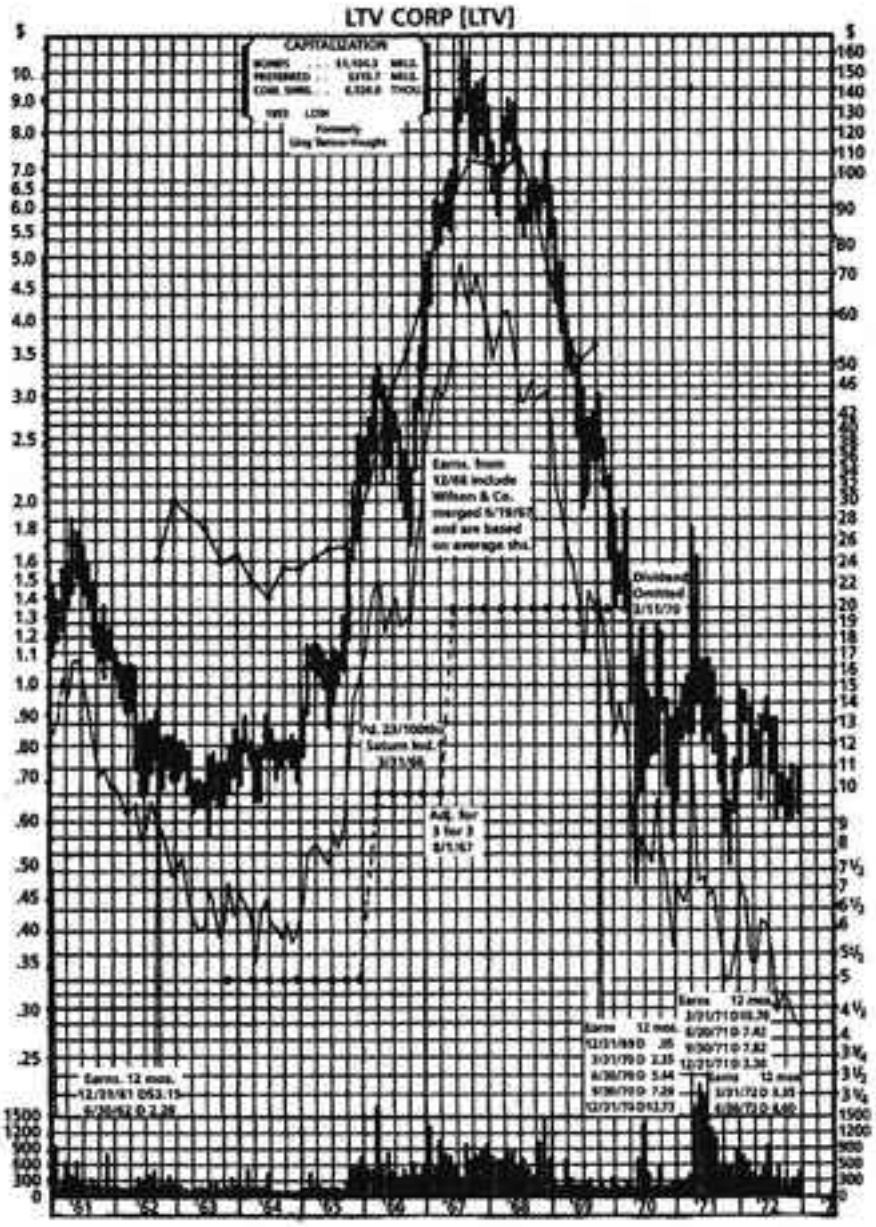
Folosind modelul boomului conglomeratelor, am gândit o secvenţă tipică de creştere-declin. Acţiunea se petrece pe parcursul a opt scene. Începe cu o tendinţă şi cu un curent dominant. În cazul boomului conglomeratelor, tendinţa dominantă a fost preferarea creşterilor rapide de câştig pe acţiune, fără a pune accent pe modul în care se ajunsese aici; curentul dominant era capacitatea companiilor de a genera creşterea de câştiguri pe acţiune, utilizându-şi capitalul pentru a cumpăra de la alte companii la un procent mai scăzut de câştiguri. În stadiul iniţial (1), curentul nu este încă recunoscut. Apoi vine perioada de accelerare (2), când curentul este recunoscut şi întărit de tendinţele dominante. Acesta este momentul în care procesul se apropie de terenul dezechilibrului. Atunci când preţurile suferă un regres, poate interveni o perioadă de testare (3). Dacă tendinţele şi curentul supravieţuiesc probei, ambele devin mai puternice, iar condiţiile de dezechilibru, în care regulile obişnuite nu se mai aplică, devin ferme

TEORIE

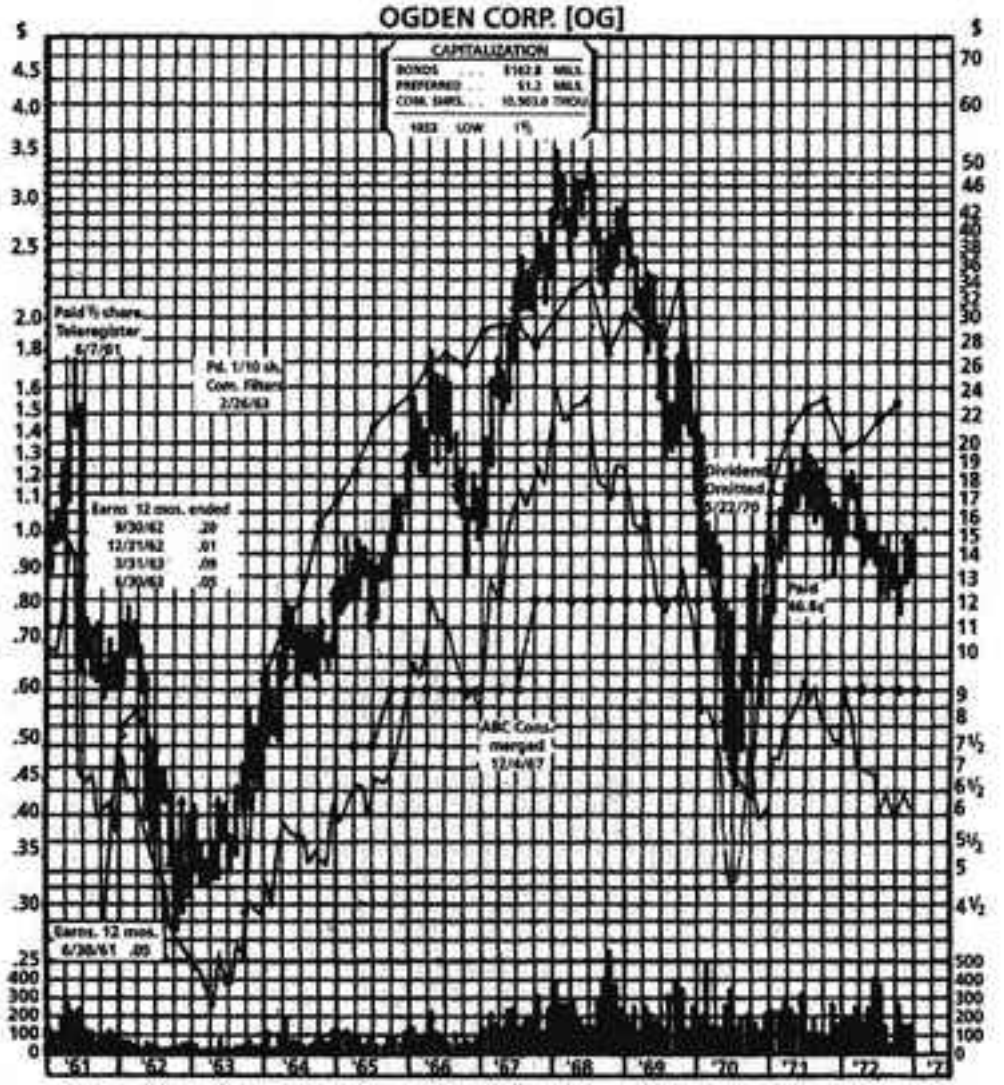


pe poziții (4). Într-un final apare un moment de adevăr (5), când realitatea nu mai poate susține așteptările exagerate, urmat de o perioadă obscură (6), când oamenii continuă să participe la joc deși nu mai cred în el. În final se atinge un punct de răspântie (7), când curentul se oprește și tendința este inversată, ceea ce duce la accelerarea catastrofei (8), cunoscută în mod obișnuit drept crah.

Modelul creștere-declin pe care l-am gândit are o formă ușor asimetrică. El tinde să înceapă încet, să se accelereze treptat și să se prăbușească mai abrupt decât s-a ridicat. Am selectat câteva exemple din viața reală care se aseamănă prototipului — deși unul din graficele pe care le utilizez aici, LTV, este poate prea simetric pentru o ilustrare fidelă.

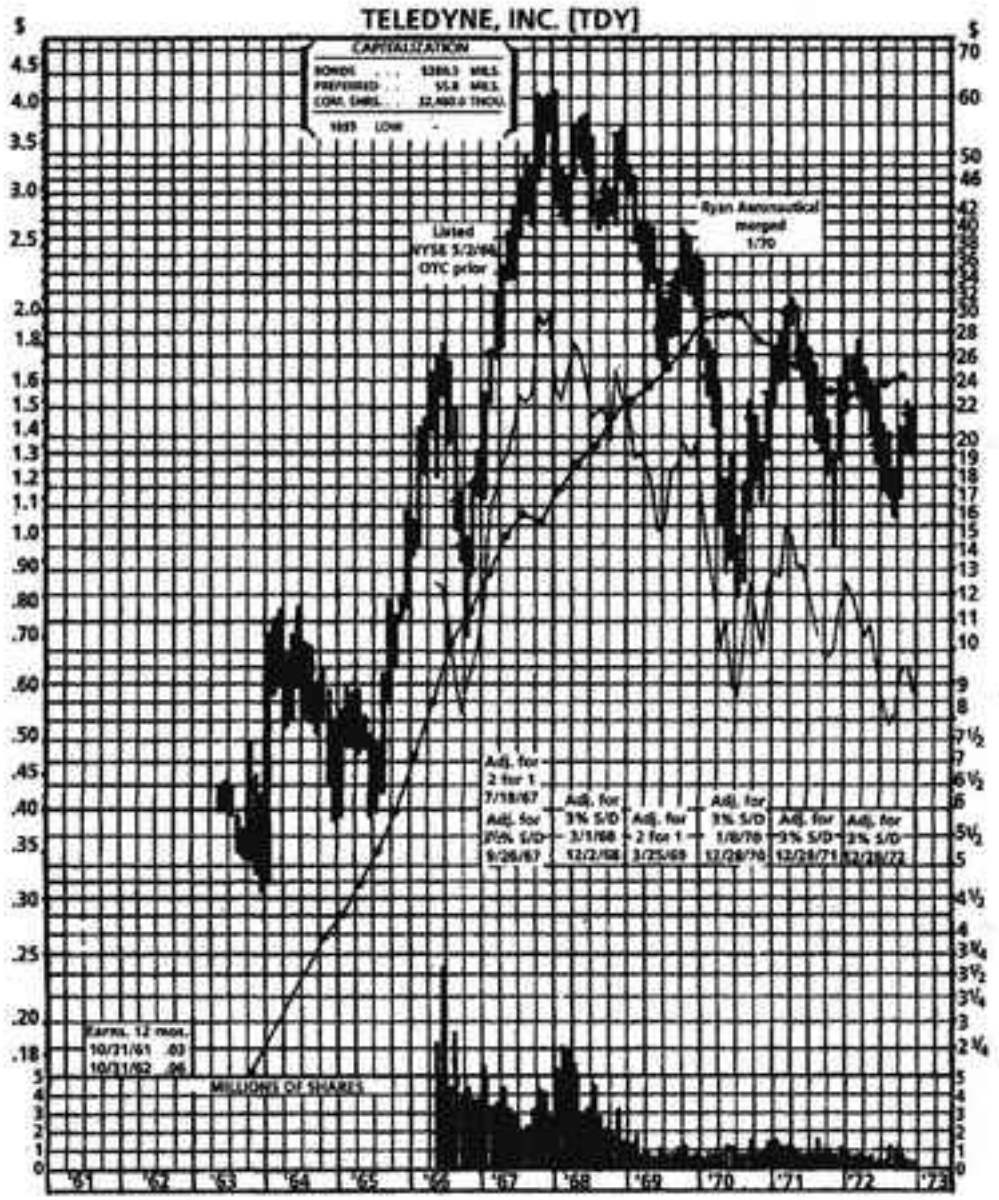

LTV CORP (LTV)
CAPITALIZATION
Earns. from 12/68 include Wilson & Co. merged 6/19/70 and are based on average shs.
Dividend Omitted 3/11/70
Adj. for 3 for 2 8/1/67
Earns. 12 mos. 12/31/61 $3.15
6/30/62 D 2.28
Earns. 12 mos. 12/31/69 .05
3/31/70 D 2.35
6/30/70 D 5.44
9/30/70 D 7.29
12/31/70 D $3.73
Earns. 12 mos. 3/31/71 D $8.39
6/30/71 D 7.82
9/30/71 D 7.82
12/31/71 D 3.36
Earns. 12 mos. 3/31/72 D 5.35
6/30/72 D 6.60

(Prin amabilitatea Securities Research Company, a Division of Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St., Boston, MA 02116.)



(Prin amabilitatea Securities Research Company, a Division of Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St., Boston, MA 02116.)

Exact aceeași secvență poate fi observată în criza bancară internațională. A urmat același tipar asimetric — început greoi, accelerare treptată până la faza de boom, momentul de adevăr, urmat de perioada de declin și colapsul catastrofic. Motivul pentru care nu am folosit-o ca paradigmă este acela că nu se preta la o reprezentare grafică. În cazul boomului conglomeratelor, puteam desena un grafic care să indice prețurile acțiunilor și câștigul pe acțiune. În cazul crizei bancare internaționale nu puteam crea un grafic similar.


TELEDYNE, INC. [TDY]
CAPITALIZATION
Listed NYSE 5/2/68; OTC prior
Ryan Aeronautical merged 1/70
Adj. for 2 for 1 7/18/67
Adj. for 3% S/D 9/26/67
Adj. for 3% S/D 3/1/68
Adj. for 2 for 1 12/2/68
Adj. for 3% S/D 3/25/69
Adj. for 3% S/D 1/8/70
Adj. for 3% S/D 12/28/70
Adj. for 3% S/D 12/28/71
Adj. for 3% S/D 12/28/72
EARNS. 12 mos.
10/31/61 .03
10/31/62 .06
MILLIONS OF SHARES
'61 '62 '63 '64 '65 '66 '67 '68 '69 '70 '71 '72 '73

(Prin amabilitatea Securities Research Company, a Division of Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St., Boston, MA 02116.)

ALTE FORME DE REFLEXIVITATE

Ar fi o greșeală să credem, totuși, că procesele reflexive se manifestă mereu sub forma unui balon. Ele pot lua multiple forme. În cadrul regimurilor de rate de schimb libere, de exemplu, relația reflexivă dintre evaluările pieței și așa-numitele aspecte de bază tinde să genereze valuri multianuale. Nu există diferențe între sus și jos, cu excepția cazului inflației, și nu există semne de asimetrie care să caracterizeze boomurile aflate încă în desfășurare și încă și mai puține dovezi privind o tendință spre echilibru.

E important să înțelegem că legăturile reflexive în dublu sens sunt mult mai des întâlnite pe piețele financiare decât secvențele creștere-declin. Participanții la piață acționează tot timpul pe baza înțelegerii imperfecte. Prin urmare, prețurile de pe piață exprimă mai degrabă o tendință dominantă decât o evaluare corectă. În majoritatea cazurilor, evaluările se dovedesc greșite, iar tendința este corectată, doar pentru a fi înlocuită de o altă tendință. Tendința dominantă nu reușește aproape niciodată să pună în mișcare un proces care inițial se autoimpulsionează și apoi se autodistruge. Excepția apare doar atunci când tendința dominantă găsește un soi de scurtcircuit prin care să afecteze aspectele de bază. Acest caz este de obicei asociat cu o ipoteză sau cu o concepție greșită. Atât prețurile pieței, cât și condițiile economice pot apoi să evolueze mai mult, în comparație cu ce ar fi fost posibil în absența unui scurtcircuit, iar atunci când apare reglementarea, ea poate avea consecințe catastrofale.

PIEȚE VERSUS REGLEMENTATORI

Întrucât piețele financiare nu tind spre echilibru, ele nu pot fi lăsate în grija propriilor mecanisme. Crizele periodice au adus în față reforme de reglementare. Acesta este modul în care au evoluat operațiile bancare centralizate și reglementarea piețelor financiare. În timp ce secvențele creștere-declin apar intermitent, interferența dintre piețele financiare și autoritățile financiare este un proces continuu. Important este să înțelegem că atât participanții la piață, cât și autoritățile financiare acționează pe baza unei înțelegeri imperfecte și tocmai acest lucru face ca interacțiunea dintre ei să fie reflexivă.

Neînțelegerile ambelor părți rămân de obicei în limite rezonabile, pentru că prețurile pieței oferă informații folositoare care permit ambelor părți

să-și recunoască și să-și corecteze greșelile, dar ocazional erorile se autovalidează, punând în mișcare un cerc, fie vicios, fie virtuos. Astfel de cercuri se aseamănă proceselor creștere-declin, în sensul că inițial se autoimpulsionează, iar apoi se autodistrug. Cercurile vicioase, respectiv virtuoase sunt puține și îndepărtate în timp, pe când interacțiunile reflexive se petrec tot timpul. Reflexivitatea este o condiție universala, pe când baloanele constituie un caz special.

Caracteristica distinctivă a proceselor reflexive este că ele conțin un element de nesiguranță sau de nedeterminare. Incertitudinea este motivul pentru care comportamentul piețelor financiare nu este determinat de generalizări universal valabile, ci urmează un drum unic, ireversibil. În cadrul procesului unidirecțional, putem distinge între evenimentele banale, de zi cu zi, care sunt repetitive și se pretează destul de bine generalizărilor statistice, și evenimentele unice, istorice, ale căror rezultate sunt în general incerte. Baloanele și alte cercuri vicioase sau virtuoase aparțin categoriei din urmă. Ar trebui înțeles totuși că relațiile reflexive, circulare, nu generează neapărat procese semnificative din punct de vedere istoric. Cele care se autodistrug dispar fără urmă. La altele se renunță de-a lungul timpului și relativ puține ajung într-un stadiu de dezechilibru. Mai mult, nici un proces nu are loc în condiții de izolare totală. De obicei se desfășoară câteva procese în același timp, interferând unul cu celălalt și producând forme neregulate. Modelele obișnuite nu apar decât în acele rare ocazii când un anumit proces este atât de puternic, încât le umbrește pe toate celelalte. Probabil că nu am insistat suficient asupra acestei chestiuni în *Alchimia finanțelor*.

EROAREA TEORIEI ECHILIBRULUI

Teoria echilibrului are meritele ei. Ea oferă un model cu care se poate compara realitatea. Când discutăm condițiile de dezechilibru, este necesar să introducem și conceptul de echilibru*. Economiștii au încercat în

* E ușor să înțelegi greșit această chestiune. De fapt, ea chiar a fost înțeleasă greșit de unul dintre corespondenții mei; de aceea, prezenta notă de subsol. Când vorbesc de condițiile departe-de-echilibru, folosesc cuvântul „echilibru" ca o figură de stil. Nu vreau să insinuez că există un echilibru stabil de la care procesele creștere-declin deviază ocazional. Gândesc echilibrul ca pe o țintă în mișcare pentru că prețurile pieței pot afecta aspectele de bază pe care ar trebui să le reflecte.

repetate rânduri să îşi ajusteze modelele pentru a judeca realitatea. Aşa-numitele modele de afaceri ciclice de a doua generaţie au încercat să analizeze situaţiile creştere-declin. Nu le pot judeca validitatea, dar în mod sigur le lipseşte simplitatea modelului creştere-declin propus de mine. Îmi aduc aminte de precursorii lui Copernic, care urmăreau să îşi ajusteze paradigma circulară — după modelul traiectoriei eliptice a planetelor.

Este timpul unei noi paradigme, iar teoria reflexivităţii este disponibilă în acest sens, şi aici mă refer la întreaga teorie, nu doar la modelul creştere-declin. Teoria nu poate spera la recunoaştere ştiinţifică fără o reevaluare serioasă a ceea ce se aşteaptă de la o teorie care tratează fenomenele sociale. Dacă ar trebui să i se aplice standardele şi criteriile cerute teoriilor ştiinţelor naturale, teoria reflexivităţii nu poate fi considerată a fi ştiinţifică, întrucât ea afirmă existenţa unei diferenţe fundamentale între structura evenimentelor naturale şi a celor sociale. Dacă reflexivitatea introduce un element de incertitudine în evenimentele sociale, atunci aceste evenimente nu pot fi prezise într-un mod determinat.

Potrivit paradigmei dominante, pieţele financiare tind spre echilibru. Aceasta a dus la ipoteza conform căreia preţurile reale deviază de la echilibrul teoretic într-o manieră aleatorie. Deşi este posibilă construirea unor modele teoretice de-a lungul acestei linii directoare, pretenţia ca aceste modele să se aplice în lumea reală este atât falsă, cât şi înşelătoare. Ea nu ţine cont de posibilitatea ca devierile să se autoconsolideze, în sensul că ele pot altera echilibrul teoretic. Atunci când se întâmplă acest lucru, calcularea riscului şi tehnicile de comerţ bazate pe aceste modele pot claca. În 1998, Long-Term Capital Management, un fond de *hedging* de mare randament care se folosea de asemenea tehnici, fiind consiliat de doi economişti laureaţi cu Premiul Nobel pentru planificarea acestor modele, se afla în pericol şi a trebuit salvat cu ajutorul Rezervei Federale a statului New York. Tehnicile şi modelele au fost modificate, dar abordarea de bază nu a fost abandonată. S-a observat că devierile de preţ nu urmau forma obişnuită a curbei tip clopot, ci aveau o coadă groasă. Pentru a permite riscul suplimentar atras de acest fenomen, au fost introduse teste de rezistenţă pentru a suplimenta calculul valorii la risc. Dar motivul cozilor groase a rămas neexplicat. El trebuie căutat în mişcările de preţ care se autoconsolidează; între timp, reflexivitatea continuă să fie ignorată, iar folosirea modelelor greşite — mai ales în designul instrumentelor financiare sintetice — continuă să se propage. Acest fapt se află la originea crizei financiare curente, ce va fi discutată în Partea a II-a.

RENUNȚAREA LA METODA UNICĂ

Ideea că piețele tind spre echilibru a făcut loc politicilor care caută să acorde mână liberă piețelor financiare. Numesc aceste politici fundamentalism de piață și susțin că fundamentalismul de piață nu este cu nimic mai bun decât doctrina marxistă. Ambele ideologii se deghizează în științe, pentru a se prezenta drept acceptabile, dar teoriile pe care le invocă nu trec testul realității. Ele folosesc metode științifice pentru a manipula realitatea, nu pentru a o înțelege. Faptul că metoda științifică poate fi folosită în acest mod ar trebui să fie un semnal de alarmă, o atenționare că ceva este în neregulă în aplicarea acelorași metode și criterii atât științelor naturale, cât și celor sociale. Așa cum am arătat în discuția asupra principiului incertitudinii, situațiile sociale pot fi influențate prin afirmații care le vizează. Altfel spus, ele pot fi manipulate. Una dintre contribuțiile lui Karl Popper a fost aceea de a arăta că ideologiile precum marxismul nu se califică drept științifice. Dar el nu a mers suficient de departe. Nu a recunoscut că economia obișnuită poate fi exploatată în același mod neștiințific. Eroarea se regăsește în doctrina metodei unice. Înzestrând științele sociale cu prestigiul științelor naturale, ea permite teoriilor științifice să fie folosite în scop manipulator, mai degrabă decât cognitiv.

Capcana poate fi totuși evitată. Tot ce trebuie să facem este să renunțăm la doctrină și să adoptăm teoria reflexivității. Prețul este însă unul greu de plătit: economiștii trebuie să accepte reducerea statutului lor și nu este de mirare că ei opun rezistență. Dar dacă obiectivul este acela de a urmări funcția cognitivă, prețul merită plătit. Nu doar pentru că teoria reflexivității explică mai bine modul în care funcționează piețele financiare, dar ea este și mai puțin favorabilă manipulării realității decât actualele teorii științifice dominante, deoarece evită să pretindă că ar avea abilitatea să prezică și să explice fenomenele sociale. Odată ce recunoaștem că realitatea poate fi manipulată, prima noastră prioritate ar trebui să fie prevenirea interferenței dintre funcția manipulatoare și căutarea cunoașterii. Teoria reflexivității servește acestui scop, afirmând că evenimentele sociale devin imprevizibile de fiecare dată când reflexivitatea își face simțită prezența. În consecință, putem reduce așteptările pe care le avem de la științele sociale. Nu ne putem aștepta ca evenimentele reflexive să fie determinate în funcție de generalizări universal valabile atât timp cât reflexivitatea conține un element de incertitudine și nedeterminare (incertitudinea este legată de gândirea participanților, iar nedeterminarea de cursul evenimentelor).

O posibilă obiecţie privitoare la abandonarea metodei unice ar fi aceea că este imposibilă desenarea unei linii de delimitare clară între ştiinţele naturale şi cele sociale. Dar dacă urmăm direcţia noastră de argumentare, nu trebuie să fim deranjaţi de faptul că această linie este una estompată. De fiecare dată când reflexivitatea îşi arată faţa mai puţin plăcută, ar trebui să ne reducem aşteptările.

NOUA PARADIGMĂ

Voi explica în ce fel noua paradigmă diferă de cea veche. Aplicând postulatul failibilităţii radicale pieţelor financiare, putem susţine că în loc să aibă dreptate mereu, pieţele financiare greşesc mereu. Pieţele au totuşi abilitatea de a se corecta şi, ocazional, de a transforma erorile în realitate, printr-un proces reflexiv de autovalidare. În acest fel ele par să aibă dreptate întotdeauna. Mai exact, pieţele financiare nu pot prezice scăderea activităţii economice cu precizie, dar o pot cauza.

Participanţii acţionează în baza unei înţelegeri imperfecte. Ei îşi bazează deciziile pe interpretări incomplete, părtinitoare şi eronate asupra realităţii, şi nu pe cunoaştere, iar rezultatele pot fi diferite de aşteptări. Divergenţa oferă un feedback util, pe baza căruia ei îşi pot ajusta comportamentul. Un astfel de proces este improbabil să producă rezultate satisfăcătoare tot timpul. De fapt pieţele se depărtează de un echilibru teoretic aproape la fel de frecvent pe cât se apropie de el şi pot fi prinse într-un proces care iniţial se autoimpulsionează, iar apoi se autodistruge. Boomurile duc adesea la crize financiare, care, la rândul lor, duc la reglementarea pieţelor financiare. Astfel a evoluat sistemul financiar, prin crize periodice care duc la reforme de reglementare.

Din acest motiv pieţele financiare pot fi interpretate mai bine ca un proces istoric şi iată de ce acest proces nu poate fi înţeles fără a ţine cont de rolul reglementatorilor. În lipsa unor autorităţi, pieţele financiare ar fi sortite unei noi prăbuşiri, dar în realitate aceste cazuri apar doar rareori, deoarece pieţele operează în condiţii de supraveghere constantă, şi, chiar dacă autorităţile tind să fie servile în mod obişnuit, ele devin vigilente în caz de urgenţă — cel puţin în cazul democraţiilor.

Majoritatea proceselor reflexive implică o interdependenţă între participanţi şi reglementatori. Pentru a înţelege această interdependenţă, este important să reţinem că reglementatorii pot greşi la fel de uşor ca partici-

panții. Schimbările din mediul de reglementare plasează fiecare criză într-un context istoric unic. Iar acest fapt este suficient pentru a justifica ideea potrivit căreia acest comportament al piețelor poate fi privit mai degrabă ca un proces istoric.

Fundamentaliștii piețelor dau vina pe falibilitatea reglementatorilor pentru erorile pieței și au pe jumătate dreptate: atât piețele, cât și reglementatorii sunt falibili. Fundamentaliștii piețelor greșesc susținând că reglementatorii ar trebui înlăturați din cauza falibilității lor, afirmație care se întâmplă să fie exact opusul celei aparținând doctrinei comuniste, potrivit căreia piețele ar trebui abolite pe motivul falibilității lor. Karl Popper (și Friedrich Hayek) au demonstrat pericolele ideologiei comuniste. Admiterea caracterului ideologic al fundamentalismului piețelor ne-ar potența înțelegerea realității. Faptul că reglementatorii sunt falibili nu demonstrează că piețele sunt perfecte, ci doar justifică reexaminarea și îmbunătățirea mediului de reglementare.

Care este momentul în care legăturile reflexive — endemice pe piețele financiare — se transformă în procese care se autoimpulsionează, semnificative din punct de vedere istoric, afectând nu doar prețurile pe piețele financiare, ci și aspectele de bază pe care aceste prețuri ar trebui să le reflecte? Aceasta este întrebarea la care trebuie să răspundă teoria reflexivității pentru a se dovedi de folos. Subiectul merită o investigație mai detaliată, dar bazându-mă pe argumente teoretice și dovezi empirice, înaintez ipoteza preliminară potrivit căreia *într-un proces creștere-declin, trebuie să existe un anumit tip de influență și un anumit tip de interpretare sau de concepție greșită pentru a-i permite dezvoltarea.* Aceasta este ipoteza pe care o propun spre probare. După cum am mai spus, principala demonstrație pe care baza mea conceptuală o are de oferit este aceea că interpretările eronate joacă un rol semnificativ în cursul istoriei. Acest mesaj este în mod special relevant pentru înțelegerea mersului piețelor financiare în acest moment al istoriei.

Una dintre diferențele majore dintre paradigma nouă și cea veche constă în faptul că cea nouă abordează într-o manieră mai precaută folosirea efectului de levier. Teoria reflexivității recunoaște incertitudinile asociate cu falibilitatea reglementatorilor, precum și a participanților la piață. Paradigma dominantă admite doar riscurile cunoscute și greșește nerecunoscând consecințele deficiențelor și judecăților ei greșite. Acest fapt se găsește la originea degringoladei actuale.

Partea a II-a

CRIZA CURENTĂ ȘI CONSECINȚELE EI

Capitolul 5

IPOTEZA SUPER-BALOANELOR DE SĂPUN

Ne aflăm în mijlocul unei crize financiare fără asemănare de la Marea Recesiune din 1930 încoace. În mod cert, acesta nu este un preludiu al unei noi Mari Recesiuni; istoria nu se repetă. Sistemul bancar nu va fi lăsat să intre în colaps tocmai pentru că prăbușirea de atunci a cauzat Marea Recesiune. În același timp, criza curentă nu este comparabilă cu crizele periodice care au afectat începând cu 1980 anumite segmente ale sistemului financiar — criza bancară internațională din 1982, criza economiilor și a creditelor din 1986, dezastrul portofoliului de asigurări din 1987, căderea Kidder Peabody din 1994, criza care a apărut pe piață în 1997, căderea Long Term Capital Management din 1998, criza tehnologică din 2000. Criza nu se limitează doar la o anumită companie sau la un anumit segment al sistemului financiar, ci a adus întregul sistem financiar în pragul dezastrului și este ținută în frâu cu mari dificultăți. Acest fapt va avea consecințe pe termen lung; nu este vorba doar de o afacere, ca de obicei, ci de sfârșitul unei epoci.

Pentru a explica ce vreau să spun prin această afirmație întrucâtva pretențioasă, voi apela la teoria reflexivității și la modelul creștere-declin pe care l-am introdus în capitolul 4, dar explicația pe care o voi oferi nu va fi în nici un caz una simplă. Nu trebuie să luăm în considerare doar un proces creștere-declin sau un balon de săpun, ci două: balonul de pe piața locuințelor și ceea ce voi numi pe termen lung super-balonul de săpun. Balonul imobiliar este destul de limpede deja, față de super-balonul de săpun, pe care îl consider mai complex. Pentru a complica lucrurile și mai tare, cele două baloane nu s-au dezvoltat izolat unul de celălalt, ci

sunt puternic întrepătrunse în istoria acestei perioade. Situaţia curentă nu poate fi înţeleasă fără a ţine cont mai ales de puterea economică a Chinei, a Indiei şi a unor state producătoare de petrol şi materii prime, de boomul prin care trece producţia, de sistemul valutar, care pe de-o parte este legat de dolar, pe de altă parte este independent de acesta, iar în alte cazuri se află undeva la mijloc; iar dincolo de toate acestea, ea depinde şi de creşterea dorinţei restului lumii de a nu mai deţine dolari.

BALONUL IMOBILIAR DIN STATELE UNITE

Ca urmare a balonului tehnologic care a izbucnit în 2000 şi a atacurilor teroriste de la 11 septembrie 2001, Rezerva Federală a scăzut fondurile federale până la 1% şi le-a menţinut astfel până în iunie 2004. Acest fapt a permis balonului imobiliar să se dezvolte în Statele Unite. Baloane similare au putut fi observate în alte părţi ale lumii, mai ales în Marea Britanie, Spania şi Australia. Ceea ce diferenţiază balonul imobiliar din Statele Unite este mărimea şi importanţa sa în cadrul economiei globale şi a sistemului financiar internaţional. Piaţa imobiliară a scăzut mai repede în Spania decât în Statele Unite, fapt care a trecut neobservat pretutindeni, mai puţin pe plan local. Din contră, titlurile ipotecare americane au fost distribuite în toată lumea, mulţi deţinători instituţionali europeni, în special germani, fiind mai puternic implicaţi chiar decât cei americani.

Luat separat, balonul imobiliar din Statele Unite a urmat cu conştiinciozitate drumul prescris de modelul creştere-declin. A existat o tendinţă dominantă — standarde de creditare mai puţin stricte şi o extindere a indicatorilor credit-valoare — care a fost susţinută de ipoteza eronată conform căreia valoarea garanţiei nu este afectată de disponibilitatea de a credita. Aceasta este ipoteza cel mai des întâlnită care a stat la baza baloanelor anterioare, în special în zona imobiliară. Este surprinzător faptul că această lecţie nu a fost încă învăţată.

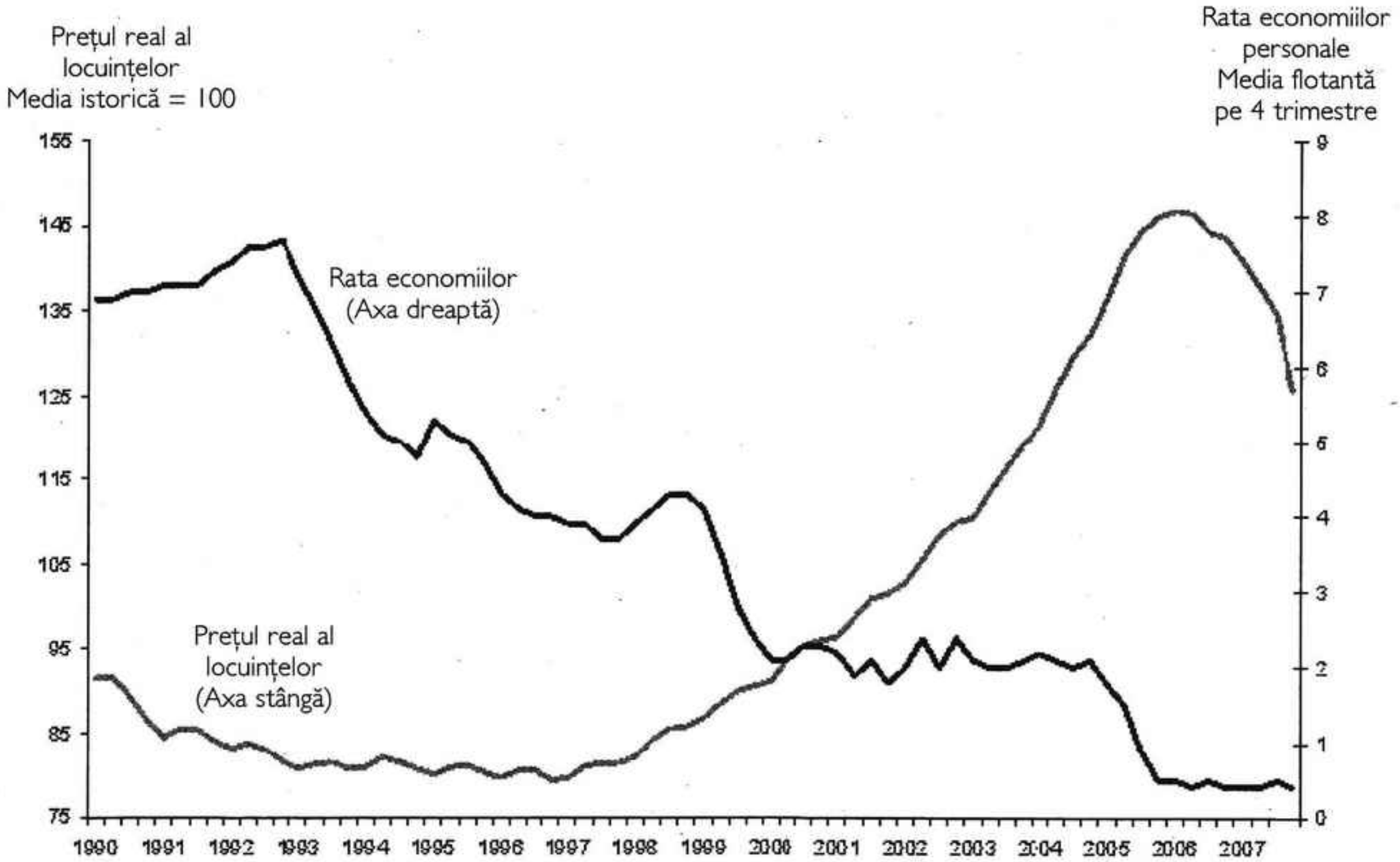
Dimensiunea balonului poate fi ilustrată strălucit prin câteva grafice. În primul grafic, linia descendentă arată rata economiilor (scara din dreapta), iar cea ascendentă preţurile locuinţelor ajustate la inflaţie. Al doilea grafic arată creşterea fără precedent a debitelor ipotecare. Americanii au adunat mai multe datorii din ipotecile domestice în ultimii şase ani decât în toată durata anterioară de viaţă a pieţei ipotecare. Al treilea grafic ilustrează declinul calităţii creditelor. Din cauză că agenţiile îşi bazau evaluările pe

experiențele pierderilor anterioare, iar aceste experiențe se îmbunătățiseră în timpul creșterii prețurilor la locuințe, agențiile au devenit extrem de generoase în evaluarea obligațiunilor ipotecare de garanție. În același timp, inițiatorii ipotecilor au devenit din ce în ce mai agresivi în practicile de creditare pe piața rezidențială (ceea ce nu este evidențiat în acest grafic). În final, casele puteau fi cumpărate fără avans și fără întrebări. Fostele ipoteci din sectorul subprime și de tip Alt-A din 2005 și 2006 sunt recunoscute pentru calitatea scăzută. Graficul 4 ilustrează creșterea procentuală a ofertelor subprime și Alt-A. În 2006, 33% din ofertele ipotecare aparțineau acestor două categorii. Graficele 3 și 4 indică deteriorarea calității creditelor. Procesul a fost pus în mișcare de urmărirea veniturilor din comisioane. Graficul 5 ilustrează creșterea veniturilor Moody provenite din produse structurate. Până în 2006, veniturile Moody provenite din produse structurate se aflau la paritate cu veniturile provenite din afacerile tradiționale de evaluare a obligațiunilor. Graficul 6 arată creșterea exponențială a produselor sintetice.

Balonul a început greu, a rezistat timp de câțiva ani și nu a intrat imediat în declin atunci când rata dobânzii a început să crească, întrucât era susținut de cererea speculanților, de practici de creditare din ce în ce mai agresive și de modalități sofisticate de garantare a ipotecilor. Clipa adevărului a sosit într-un final, atunci când, în primăvara lui 2007, problemele din sectorul subprime au dus la faliment New Century Financial Corporation, moment urmat de o perioadă obscură în care prețurile locuințelor au început să scadă, dar oamenii refuzau să înțeleagă că jocul se sfârșise. Managerul Citibank, Chuck Prince, afirma că: „Atunci când jocul se va opri, lucrurile vor deveni complicate în ceea ce privește lichiditățile. Dar, atâta timp cât jocul continuă, trebuie să iei parte la el. Iar noi încă jucăm"*. Atunci când punctul de cotitură a fost atins într-un final, în august 2007, curba descendentă a fost accelerată brusc, fiind agravată de contagierea segmentelor de piață. Părea o reminiscență a acelei mingi ce dărâmase o țară după alta în cadrul crizei din 1997, a piețelor în curs de dezvoltare. Chiar și așa, piața de acțiuni reușise să recupereze din august 2007 până în luna octombrie a aceluiași an, mișcare neanticipată de modelul pe care îl propun. Modelul presupune o prăbușire bruscă și scurtă, urmată de o întoarcere dificilă și lentă la condițiile apropiate de starea de echilibru.

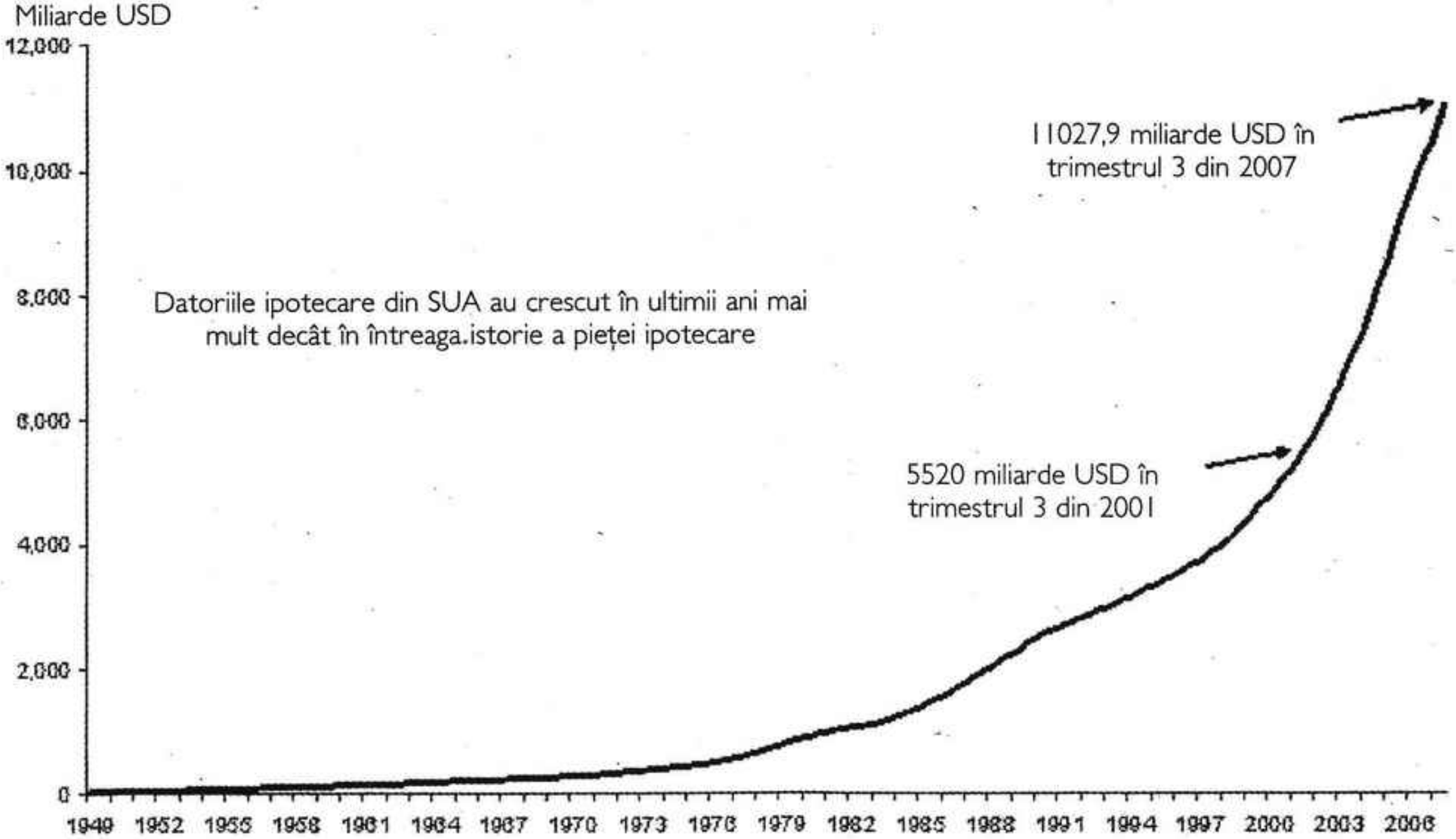
* Michiyo Nakam, David Wighton, „Încăpățanatul Citigroup încă joacă pe ritmul boomului achizițiilor", *Financial Times*, 10 iulie 2007

GRAFICUL I: RATA ECONOMIILOR PERSONALE IN SUA



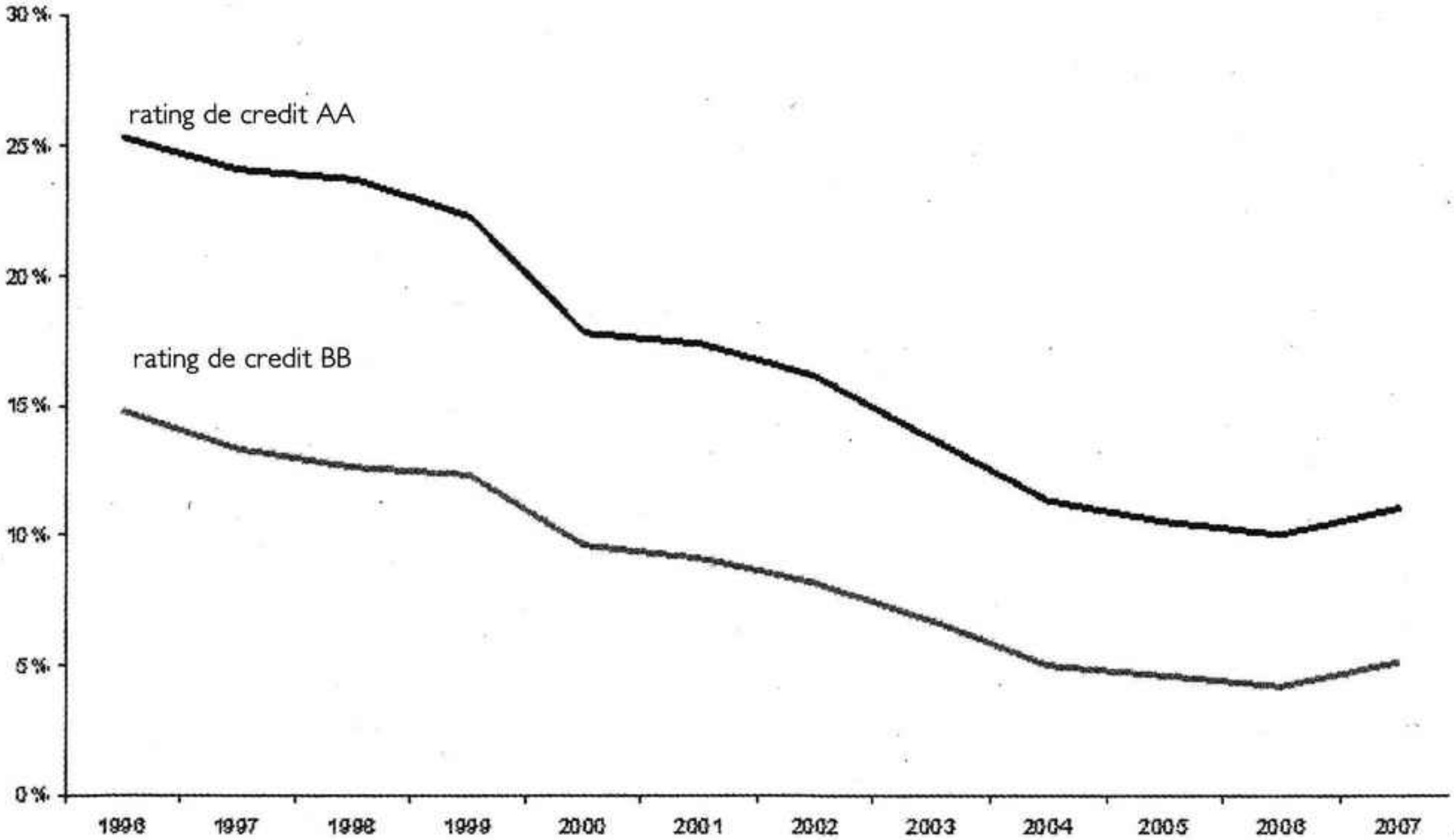
SURSE: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Standard ans Poors, Macromarkets, Haver Analytics. Calculele noastre

GRAFICUL 2: CREŞTEREA DATORIILOR IPOTECARE ÎN SUA


Miliarde USD
12,000
10,000
8,000
6,000
4,000
2,000
0
Datoriile ipotecare din SUA au crescut în ultimii ani mai mult decât în întreaga.istorie a pieței ipotecare
11027,9 miliarde USD în trimestrul 3 din 2007
5520 miliarde USD în trimestrul 3 din 2001
1949 1952 1955 1958 1961 1964 1967 1970 1973 1976 1979 1982 1985 1988 1991 1994 1997 2000 2003 2006

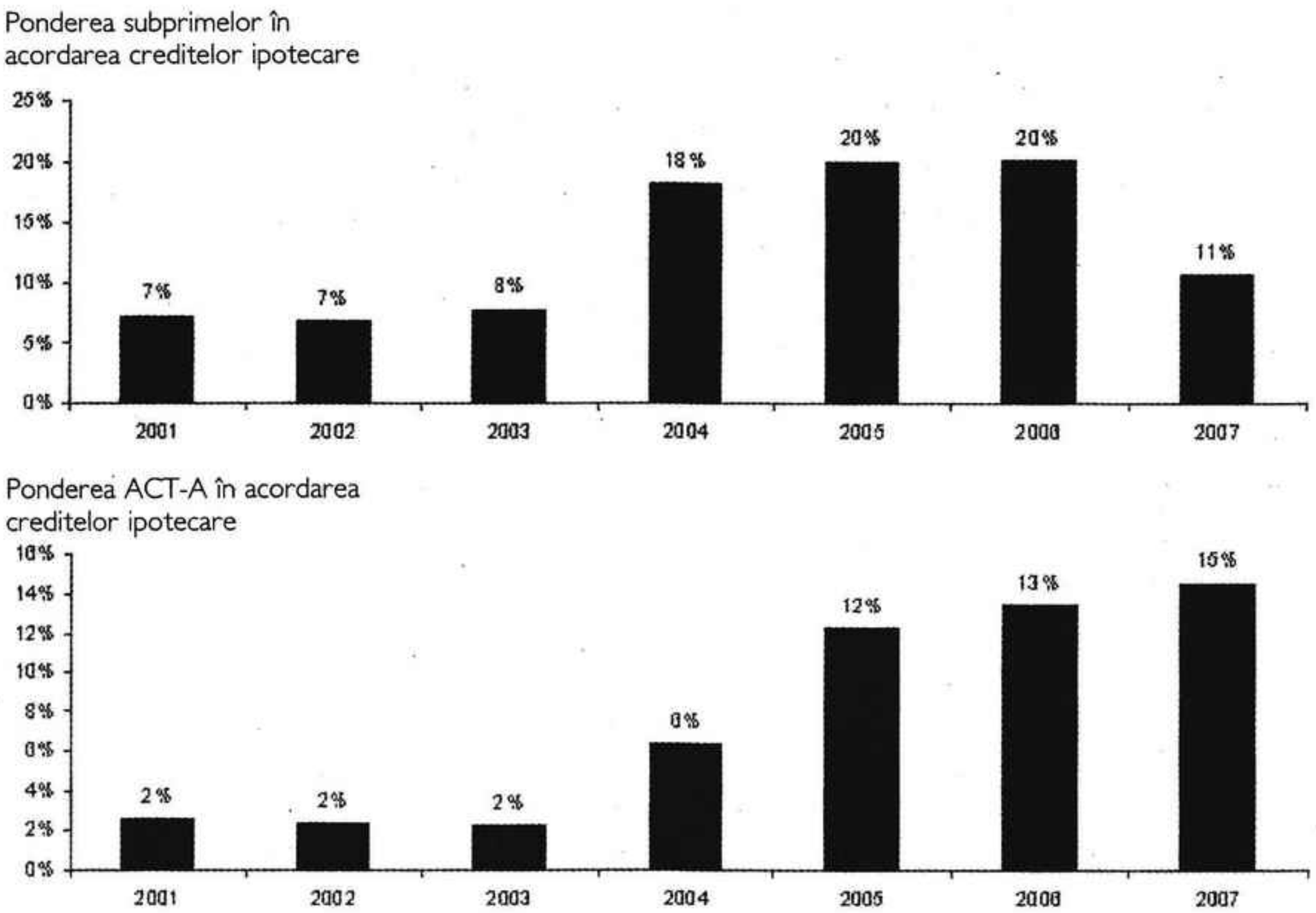
SURSA: Federal Reserve Board, Haver Analytics, locuințe unifamiliale

GRAFICUL 3: AU FOST CREDITELE IPOTECARE DIN CE ÎN CE MAI SIGURE?



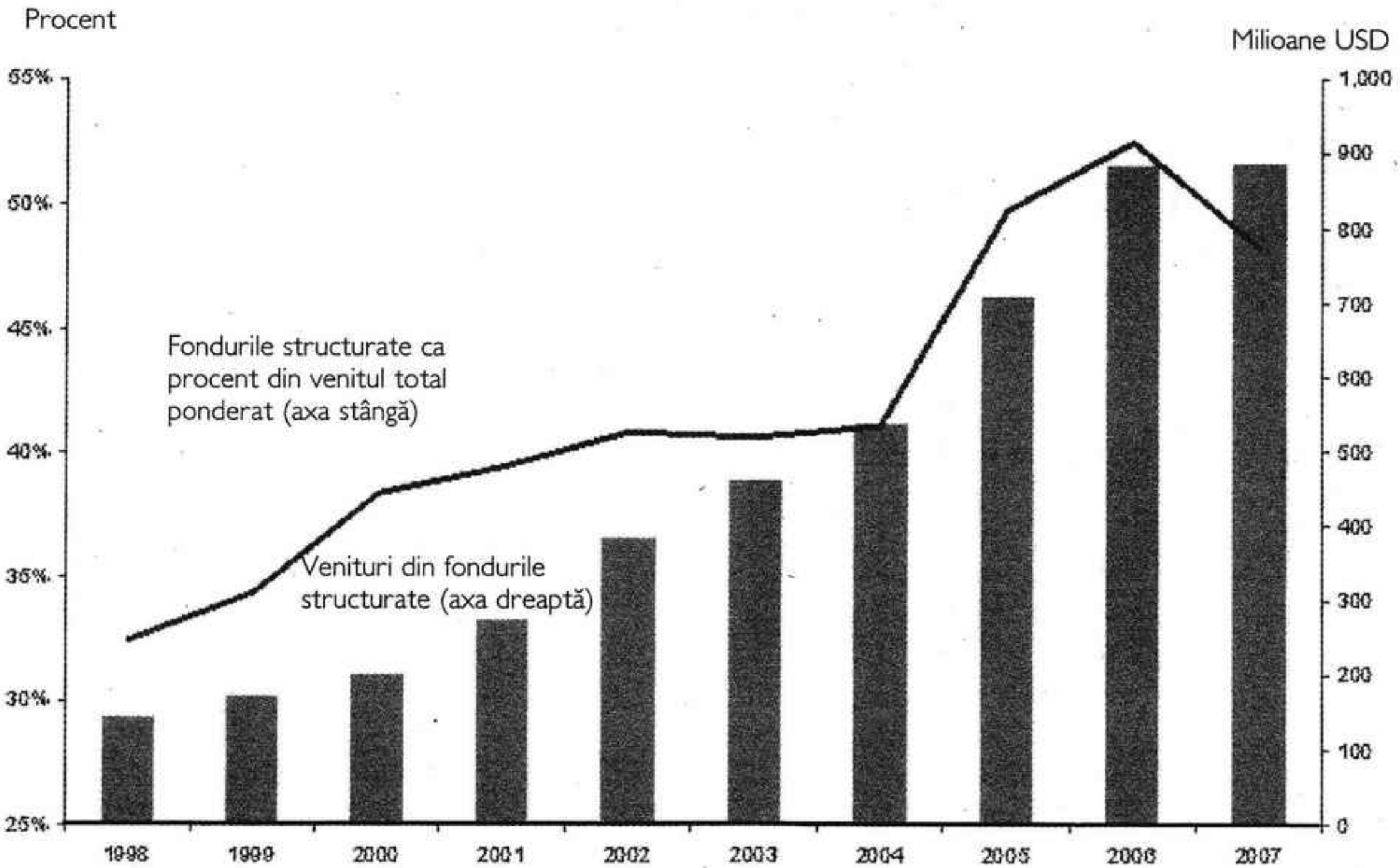
SURSA: RBS Greenwich Credit Capital, Intex Solutions Inc. and Commercial Montgage Alert

GRAFICUL 4: DISPONIBILITATE ENORMĂ DE CREDITARE



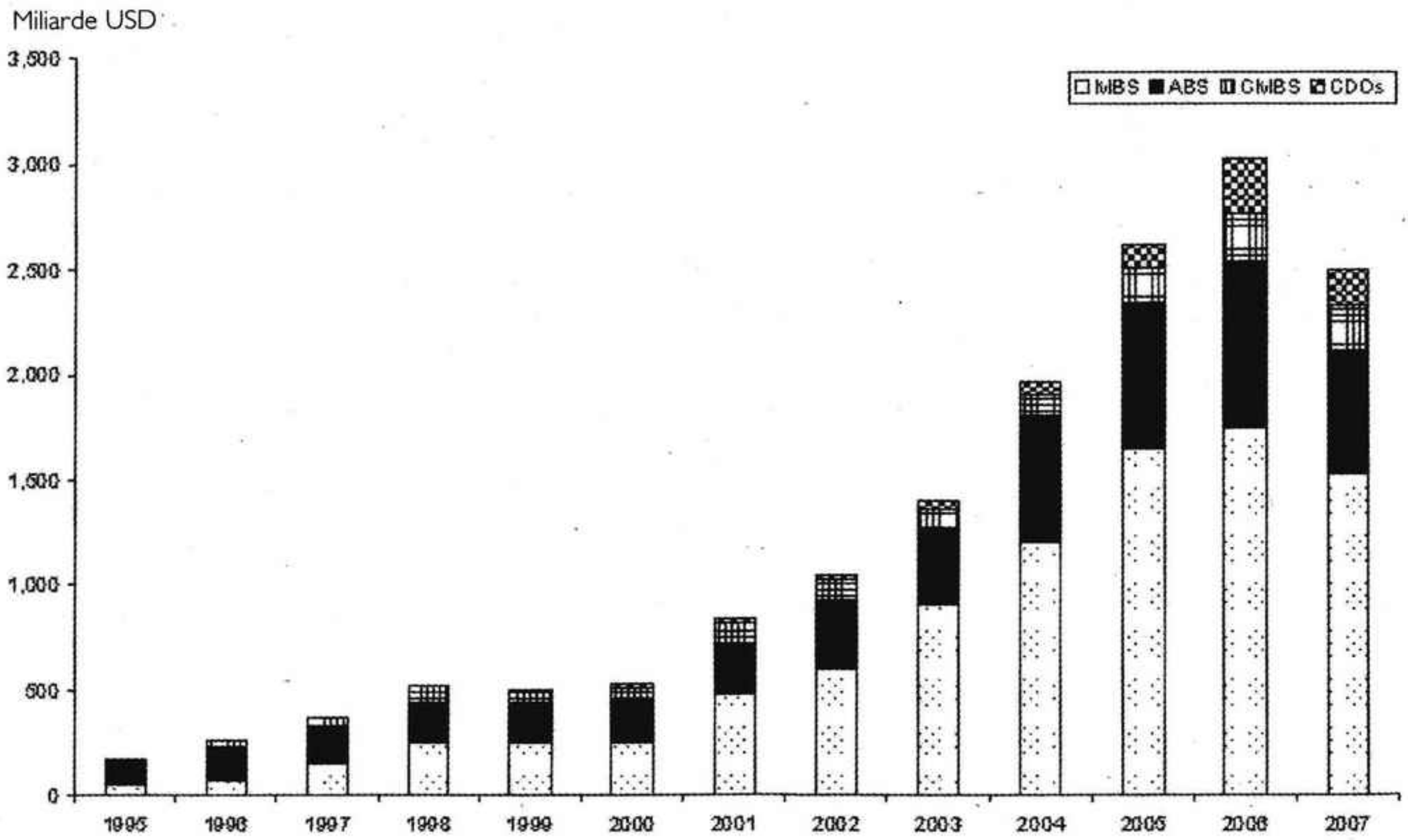
SURSA: Inside Montgage Finance. 2007 (până în trimestrul 2)

GRAFICUL 6: VENITUL PONDERAT DIN FINANȚĂRILE STRUCTURATE



SURSA: Moodys – raporturi anuale – 2000-2007, calculele noastre

GRAFICUL 6: SECURITIZARE PE BAZĂ DE ACTIVE REEVALUATE



SURSA: Lehman Brothers

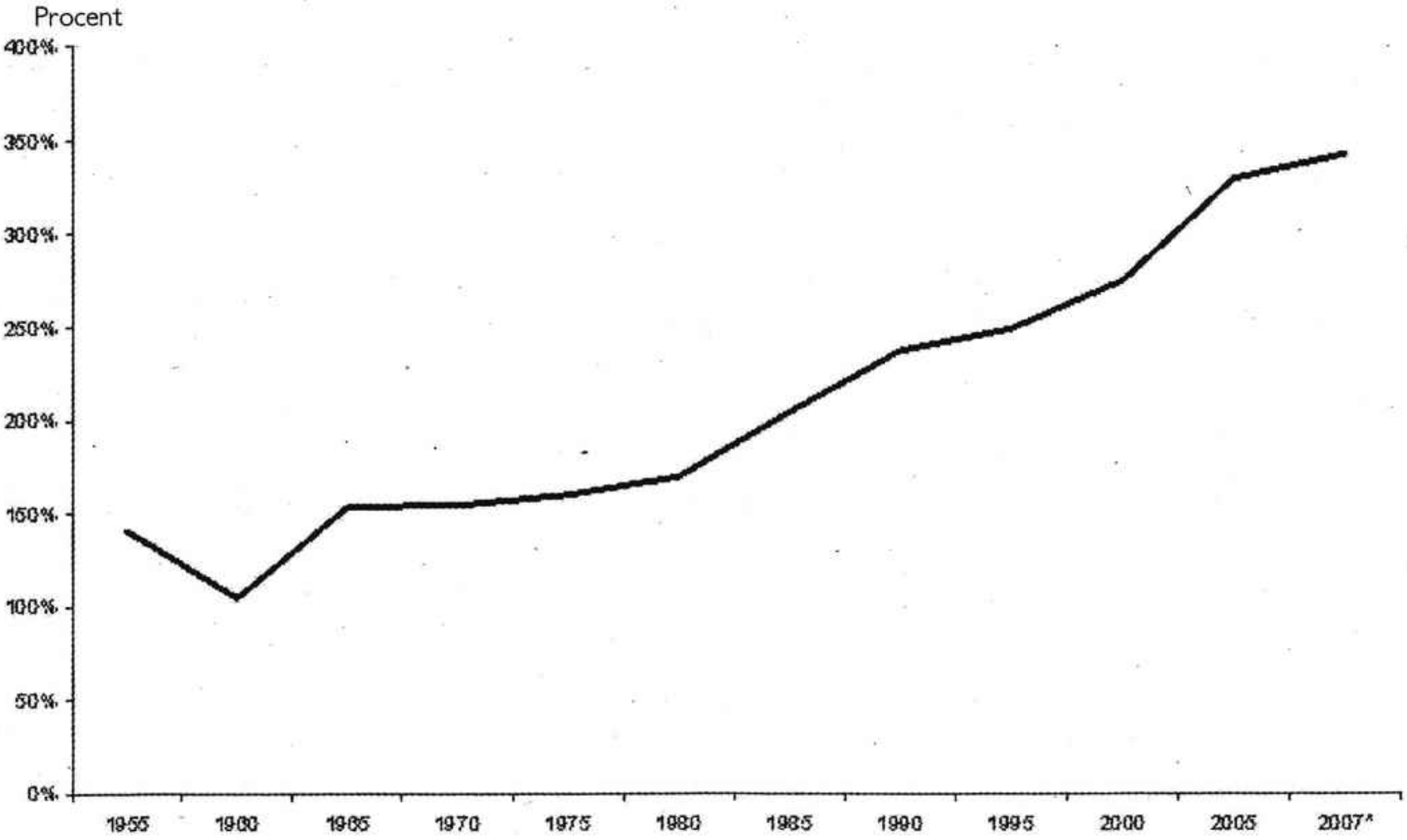
În acest caz, a fost vorba de o cădere incompletă atât în august 2007, cât şi în ianuarie 2008. De fiecare dată Rezerva Federală a intervenit şi a coborât rata fondurilor federale, iar piaţa de acţiuni a prins încredere în ideea că Rezerva Federală va proteja economia de consecinţele crizei financiare, aşa cum a făcut-o şi în trecut. Consider această ipoteză greşită. Rezerva Federală este restricţionată în abilitatea ei de a proteja economia, de faptul că face acest lucru prea des. În opinia mea, această criză financiară nu este asemenea altora petrecute în istoria recentă.

IPOTEZA SUPER-BALOANELOR DE SĂPUN

Suprapusă peste balonul imobiliar din Statele Unite, există o altă secvenţă creştere-declin, mai amplă, care a ajuns într-un final la punctul culminant, de cotitură. Super-balonul de săpun este mult mai complex decât balonul imobiliar şi cere o explicare mai complexă. Procesele creştere-declin apar printr-o interacţiune reflexivă dintre o tendinţă dominantă şi o ipoteză dominantă eronată. Tendinţa dominantă în super-balonul de săpun este aceeaşi cu cea a balonului imobiliar — metode din ce în ce mai sofisticate de creare a creditelor — dar ipoteza este una diferită. Ea rezidă într-o încredere excesivă în mecanismele pieţei. Preşedintele Reagan le-a numit magia pieţei, eu i-am spus fundamentalism de piaţă. Ideea devenise principiul major al anilor 1980, atunci când Reagan a ajuns preşedinte în Statele Unite, iar Margaret Thatcher prim-ministru în Regatul Unit, deşi rădăcinile ei se găsesc mult mai în urmă — în secolul al XIX-lea, principiul era numit *laissez-faire*.

Fundamentalismul de piaţă îşi are rădăcinile în teoria competiţiei perfecte, aşa cum a fost ea expusă de Adam Smith şi de economiştii clasici. În perioada postbelică, ideea a fost încurajată de eşecul comunismului, al socialismului şi al altor forme de intervenţionism al statului. Acest elan se sprijină totuşi pe nişte premise false: faptul că intervenţia statului este mereu greşită nu face pieţele perfecte. Argumentul de bază al teoriei reflexivităţii este acela că toate constructele umane sunt greşite. Pieţele financiare nu tind neapărat spre echilibru; lăsate la îndemâna propriilor instrumente, ele pot fluctua între extremele de euforie şi disperare. Acesta e tocmai motivul pentru care nu sunt lăsate să acţioneze după bunul plac — autorităţile financiare având sarcina de a le supraveghea şi a le reglementa. Încă de la Marea Recesiune, autorităţile au avut un succes remarcabil în

GRAFICUL 7: DATORIILE PIEȚEI CREDITELOR DIN SUA CA PROCENT DIN PIB



SURSA: Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Hayer Analytics, calculele noastre. * 2007 până în trimestrul 3

evitarea unei prăbuşiri a sistemului financiar internaţional. Ironia este că tocmai acest succes a permis fundamentalismului de piaţă să renască. În perioada în care am studiat la Londra în anii 1950, politica *laissez-faire* părea moartă şi îngropată. Şi totuşi, ea a revenit în anii 1980. Sub influenţa ei, autorităţile financiare au pierdut controlul pieţelor financiare, iar super-balonul de săpun a putut izbucni.

Super-balonul de săpun îmbină trei tendinţe majore, fiecare conţinând cel puţin un defect. Prima tendinţă este una pe termen lung, vizând extinderea sporită a creditelor, indicată de proporţiile credit-valoare şi de împrumuturi, şi volumul sporit al creditelor raportat la produsul intern brut (vezi graficul 7). Această tendinţă este rezultatul politicilor contraciclice dezvoltate ca reacţie la Marea Recesiune. De fiecare dată când sistemul bancar se află în pericol sau dacă se întrevede recesiunea, autorităţile financiare intervin, ajutând instituţiile aflate în pericol şi stimulând economia. Intervenţia lor introduce un stimulent asimetric pentru extinderea creditelor, cunoscut şi ca risc moral. A doua tendinţă este globalizarea pieţelor financiare, iar a treia, înlăturarea progresivă a reglementărilor financiare şi accelerarea inovaţiilor financiare. După cum vom vedea, globalizarea are şi ea o structură asimetrică. Ea favorizează Statele Unite şi alte câteva state dezvoltate, ca centre ale sistemului financiar şi dezavantajează economiile mai puţin dezvoltate de la periferie. Disparitatea dintre centru şi periferie nu este unanim recunoscută, dar ea a jucat un rol important în dezvoltarea super-balonului de săpun. După cum am menţionat deja, atât reglementările, cât şi multe dintre inovaţiile recente pleacă de la premisa greşită că pieţele tind spre echilibru şi că devierile sunt întâmplătoare.

Super-balonul de săpun adună laolaltă aceste trei tendinţe şi trei defecte. Prima tendinţă poate fi identificată încă din anii 1930, dar a doua şi a treia au apărut limpede abia în anii 1980. Super-balonul de săpun poate fi prin urmare datat, el începând în 1980; acesta este momentul în care fundamentalismul de piaţă a devenit principiul de bază al sistemului financiar internaţional. În mod evident super-balonul de săpun nu este un proces simplu de depistat sau de explicat.

GLOBALIZAREA

Globalizarea pieţelor financiare a fost un proiect de succes al fundamentalismului de piaţă. Dacă capitalul financiar este liber să circule, devine

dificil pentru orice stat să-l impoziteze sau să-l reglementeze deoarece se poate muta în altă parte. Acest fapt pune capitalul într-o poziție privilegiată. Guvernele trebuie adesea să țină seama mai degrabă de cerințele capitalului internațional, decât de dorințele propriei populații. Acesta este motivul pentru care globalizarea piețelor financiare a servit obiectivelor fundamentaliștilor de piață atât de bine. Procesul a început odată cu reciclarea petrodolarilor, ca urmare a crizei petroliere din 1973, dar a fost accelerat în timpul mandatului Reagan-Thatcher.

Globalizarea nu a adus cu sine un teren de joc pe care piețele libere ar urma să-l ocupe, după doctrina fundamentalismului de piață. Sistemul financiar internațional este sub controlul unui consorțiu de autorități financiare reprezentând țările dezvoltate. Acestea constituie *Acordul de la Washington* și urmăresc să impună o disciplină de piață strictă asupra statelor, fiind totodată dornice să schimbe regulile atunci când însuși sistemul financiar este în pericol. Prin modul în care funcționează sistemul, rolul Statelor Unite, care se bucură de drept de veto în instituțiile Bretton Woods — Fondul Monetar Internațional și Banca Mondială — este „mai egal" decât al altora. Dolarul a servit drept monedă de schimb internațională acceptată de băncile centrale din toată lumea. Prin urmare, Statele Unite au reușit să urmărească politici contraciclice, în timp ce țările în curs de dezvoltare și într-o măsură mai mică alte țări dezvoltate au fost forțate să trăiască prin mijloace proprii. Acest lucru a făcut mai sigură deținerea de active financiare la centru decât la periferie. Pe măsură ce granițele circulației capitalului au fost îndepărtate, economiile mondiale au fost atrase către centru și apoi redistribuite. Printr-o coincidență poate nu foarte ciudată, Statele Unite au dezvoltat un deficit cronic de cont curent în timpul guvernării Reagan. Deficitul a continuat de atunci să crească, ajungând la 6,6 procente din Produsul Intern Brut în ultimul trimestru al anului 2006. Consumatorul american a devenit motorul economiei mondiale.

LIBERALIZAREA

La sfârșitul celui de-al Doilea Război Mondial, industria financiară — băncile și piețele — au fost strict reglementate. Anii de după război au dus la ridicarea treptată a restricțiilor, la început lent, dar apoi tot mai rapid, ajungând la un crescendo în anii 1980. Întrucât piețele financiare

nu tind către echilibru, liberalizarea lor a deschis drumul crizelor de ocazie. Majoritatea crizelor au avut loc în ţările mai puţin dezvoltate de pe glob şi au putut fi puse pe seama lipsei lor de dezvoltare, unele punând în pericol stabilitatea sistemului financiar internaţional, în special criza bancară internaţională din anii 1980 şi criza pieţelor emergente din 1997-1998. În aceste cazuri, autorităţile financiare doreau să-şi îndrepte regulile pentru a salva sistemul, dar disciplina de piaţă a continuat să se aplice ţărilor mai puţin dezvoltate.

Această asimetrie, combinată cu interesul asimetric pentru extinderea creditărilor din ţările dezvoltate, au absorbit economiile mondiale de la periferie către centru şi au permis Statelor Unite să dezvolte un deficit cronic de cont curent. Începând din perioada mandatului Reagan, Statele Unite au dezvoltat de asemenea un deficit bugetar considerabil. Paradoxal, deficitul bugetar a slujit la finanţarea deficitului de cont curent deoarece ţările cu excedente şi-au investit rezervele monetare consistente în obligaţiuni guvernamentale şi de agenţie emise de Statele Unite. Aceasta era o situaţie destul de ingrată, deoarece fluxul de capital venea din ţările mai puţin dezvoltate către Statele Unite şi atât contul curent, cât şi deficitele bugetare ale Statelor Unite au slujit ca surse principale de expansiune a creditelor. O altă sursă importantă a fost introducerea de noi instrumente financiare şi utilizarea crescută a efectului de levier de către bănci şi de către unii clienţi, precum fondurile de *hedging* şi fondurile de acţiuni. O altă sursă de extindere a creditelor a fost Japonia, care după un balon din sectorul imobiliar, a scăzut rata dobânzilor aproape la zero, menţinându-le acolo pe termen nedefinit. Acest fapt a dus la creşterea aşa-numitului transport comercial, cu ajutorul căruia instituţiile străine împrumutau yeni, iar persoanele fizice japoneze îşi foloseau economiile pentru a investi în monede mai profitabile, de obicei bazate pe efectul de levier.

Aceste dezechilibre au putut continua să crească deoarece creditorii şi debitorii implicaţi erau bine corelaţi. Exista un raport simbiotic între Statele Unite, bucuroase să consume mai mult decât produceau, şi China care, împreună cu alte ţări exportatoare asiatice, erau bucuroase să producă mai mult decât consumau. Statele Unite acumulau datorii externe, în timp ce China şi celelalte state acumulau rezerve monetare. Statele Unite aveau cote de economii scăzute, celelalte unele crescute. Exista un raport simbiotic similar între bănci şi clienţi — în special fondurile de *hedging* şi fondurile private de acţiuni — şi de asemenea între creditorii ipotecari şi debitori.

Situația a devenit insuportabilă odată cu creșterea balonului imobiliar în SUA și cu introducerea de inovații financiare bazate pe o paradigmă falsă. Instrumente financiare sintetice, estimări de risc și modele comerciale patentate au fost clădite pe baza teoriei că pieţele tind spre echilibru iar deviațiile sunt aleatorii. Aceste inovații au luat ca punct de plecare experiența trecutului, incluzând toleranțe potrivite pentru deviații și pentru apariția de noi direcții, dar nu au reușit să recunoască efectul pe care ele însele îl generaseră. Gospodăriile au devenit din ce în ce mai dependente de aprecierea cu două cifre a prețurilor locuințelor. Rata economiilor a scăzut sub zero și multe familii și-au retras acțiunile refinanțându-și ipotecile la o cotă și mai crescută. Retragerile de acțiuni ipotecare au ajuns la aproape un bilion de dolari în 2006. Această sumă reprezenta 8% din maximul Produsului Intern Brut, cuantificând mai mult decât deficitul de cont curent. Când prețurile locuințelor au încetat să mai crească, aceste direcții au trebuit temperate și în final inversate. Gospodăriile s-au văzut supraexpuse și supraîndatorate. În cele din urmă, consumul a trebuit să se reducă. Declinul urmează modelul tipic al secvenței creștere-declin, dar, în plus, apare fenomenul de evitare a dolarului și alte excese introduse de inovațiile recente din sistemul financiar. Aceasta este legătura dintre balonul imobiliar și super-balonul de săpun.

Pentru a înțelege mai bine ce se întâmplă, este important să notăm diferența dintre această criză și crizele periodice ce au punctat istoria financiară din anii 1980 până în prezent. Crizele anterioare au slujit ca teste de succes, care au consolidat pe termen lung atât tendințele dominante, cât și prejudecățile greșite privind super-baloanele de săpun. Această criză joacă un alt rol: ea constituie punctul de inflexiune sau punctul de cotitură nu numai pentru balonul imobiliar, ci și pentru super-balonul de săpun. Cei care insistă asupra faptului că criza subprime a fost un fenomen izolat, nu au o imagine adecvată asupra situației. Criza subprime a constituit mai degrabă mecanismul care a declanșat prăbușirea super-balonului de săpun.

În retrospectivă, crizele anterioare au jucat în mod limpede rolul unor teste de succes care au consolidat super-balonul, în timp ce rolul și semnificația actualei crize sunt mai puțin definite. Punctul meu de vedere, potrivit căruia aceste este sfârșitul unei ere, nu reprezintă decât o afirmație, nu un fapt sau o predicție științifică. Ea trebuie demonstrată.

Există dovezi însemnate care sprijină ipoteza super-balonului de săpun. Condițiile de creditare fuseseră destinse într-o asemenea măsură, încât este dificil să înțelegi cum au putut fi destinse și mai mult. Condițiile de

creditare pentru ipoteci, împrumuturile auto și cardurile de credit au atins un maxim al destinderii. Același lucru se aplică și altor țări dezvoltate, cum ar fi Regatul Unit și Australia. Se poate aplica de asemenea și creditului comercial, în special în cazul achiziționării de companii pe credit și în acela al sectorului imobiliar comercial. Dar același argument a putut fi enunțat în legătură cu crizele financiare anterioare. Într-adevăr, am folosit acest argument în *Criza capitalismului global*, în momentul extinderii crizei piețelor emergente din 1997, dar m-am înșelat. Nimeni nu poate prezice ce metode de acordare de credit pot fi inventate și ce surse de capital pot fi descoperite. De exemplu, în actuala criză, câteva bănci au fost capabile să-și reaprovizioneze capitalul din fonduri suverane. În mod similar, după dezastrul bursei de valori din 1987, Japonia s-a extins în rolul creditorului și investitorului de ultimă instanță. În caz de nevoie, Rezerva Federală poate întotdeauna să emită mai mulți dolari. Deci, argumentul cum că am epuizat toate sursele de finanțare nu este pe deplin convingător.

Mult mai persuasivă este ideea că, de această dată, criza nu este închisă într-un segment anume al piețelor financiare, ci a cuprins ea însăși întregul sistem financiar. Cu fiecare zi ce trece devine mai evident faptul că actuala criză nu poate trece proba amintită. Clarificarea piețelor a sfidat eforturile autorităților financiare de a le aduce sub control. Băncile centrale au reușit să injecteze lichidități în sistemul bancar, dar fluxul creditelor dinspre bănci înspre economie a fost întrerupt mult mai grav și pe o perioadă mult mai lungă decât în orice caz anterior. Este pentru prima dată de la Marea Recesiune când sistemul financiar internațional a ajuns atât de aproape de o dispariție veritabilă. Aceasta este diferența clară dintre această criză financiară și cele anterioare.

Ce anume face ca actuala criză să fie diferită de cele anterioare? Băncile centrale joacă același rol contraciclic ca și înainte. Ele reacționau încet în astfel de ocazii, pe de o parte, deoarece este posibil să fi crezut sincer că această criză subprime era un fenomen izolat, iar, pe de altă parte, deoarece erau îngrijorate de pericolul moral. Într-un fel sau altul, au căzut sub grafic. Dar odată ce a devenit clar că dezmembrarea sectorului financiar era pe cale să afecteze economia reală, autoritățile au fost gata, ca întotdeauna, să furnizeze un stimul monetar și fiscal. Capacitatea acestora de a stimula economia este determinată de trei factori: în primul rând, inovația financiară a fost cuprinsă în ultimii ani de un acces de panică, iar unele dintre noile piețe și instrumente financiare introduse s-au dovedit nerationale și sunt acum dezvăluite. În al doilea rând, dorința restului

lumii de a deține dolari este în scădere. Acest fapt limitează capacitatea autorităților financiare de a se angaja în politici contraciclice, deoarece aceste politici pot avea ca rezultat evitarea dolarului și creșterea impetuoasă a spectrului inflației. Statele Unite se află într-o poziție ce amintește de țările de la periferie. Cu alte cuvinte, câteva dintre avantajele poziției ocupate de SUA, de control indiscutabil asupra sistemului au fost pierdute. În al treilea rând, baza de capital a băncilor este sever deteriorată, ele fiind incapabile să înțeleagă pe deplin expunerea lor la risc. Principala lor prioritate este aceea de a reduce expunerea. În consecință, sunt refractare și incapabile să transmită clienților lor stimulul monetar furnizat de Rezerva Federală. Acești trei factori duc la un impuls de încetinire economică efectiv inevitabil și transformă ceea ce trebuia să fie o probă de succes în sfârșitul unei ere.

Cei trei factori identificați de mine sunt strâns înrudiți cu cele trei defecte care au permis extinderea super-balonului. Ei stau la baza puterii excepționale a super-balonului de săpun. Dar trebuie să ne ferim să punem un accent prea mare asupra acestuia. Nu trebuie să-l înzestrăm cu puteri magice în felul în care a făcut președintele Reagan cu piața. Nimic nu este predeterminat sau obligatoriu în ceea ce privește modelul tipic creștere-declin. El nu face decât să exprime raporturile reflexive ce caracterizează piețele financiare, fără ca acest lucru să fie o manifestare izolată. Ocazional, modelul devine atât de evident, încât poate fi studiat de parcă ar fi un fenomen izolat. Acesta este cazul balonului imobiliar, dar chiar și aici, introducerea instrumentelor sintetice, precum CDO-urile (obligații de plată garantate), CDO^2-urile și indicii tranzacționabili, a schimbat cursul evenimentelor. După cum am văzut, super-balonul de săpun este mult mai complex deoarece conține alte baloane și este influențat de mulți alți factori. Am menționat deja în trecere câțiva dintre ei: explozia bunurilor de consum, expansiunea economică a Chinei etc. Mă voi ocupa de ei în detaliu atunci când voi încerca să refac istoria super-balonului de săpun. Aici vreau să avertizez asupra capcanelor care îi așteaptă pe cei ce încearcă să încadreze cursul evenimentelor într-un model tipic predeterminat; ei riscă să scape din vedere mulți alți factori importanți. Metoda potrivită de a începe este aceea de a încadra modelul în actualul curs de evenimente. În felul acesta am ajuns la ideea super-balonului de săpun.

REFLEXIVITATEA

Atunci când vorbesc despre o nouă paradigmă, nu am în minte modelul tipic al secvenţei creştere-declin; ci mă refer la teoria reflexivităţii. Modelul tipic creştere-declin este pur şi simplu un exemplu convingător al reflexivităţii. Este convingător deoarece descrie conduita pieţei, aceasta fiind în opoziţie directă cu paradigma dominantă, potrivit căreia pieţele tind spre echilibru. La momentul actual, argumentele sunt deosebit de persuasive, deoarece pieţele sunt în dezordine. Paradigma dominantă nu poate explica ce se întâmplă; însă teoria reflexivităţii poate. Motivul pentru care cred că paradigma dominantă trebuie abandonată este şi mai puternic: convingerea că pieţele tind spre echilibru este direct răspunzătoare de actuala dezordine; ea a încurajat reglementatorii să renunţe la propria responsabilitate şi să se bazeze pe mecanismele pieţei pentru a-şi corecta propriile excese. Ideea că, deşi preţurile pot avea tendinţe aleatorii, ele se îndreaptă spre o revenire la medie, a slujit drept principiu călăuzitor pentru instrumentele sintetice financiare şi pentru practicile de investiţii ce se dezvăluie acum.

Teoria reflexivităţii are caracteristici distincte de acelea ale teoriei echilibrului. Teoria echilibrului se pretinde a fi o teorie ştiinţifică în conformitate cu modelul metodei ştiinţifice a lui Karl Popper. Ea oferă generalizări universal valabile ce pot fi folosite reversibil pentru a furniza previziuni determinante şi explicaţii similare teoriilor ştiinţelor naturale. Teoria reflexivităţii nu pretinde astfel de lucruri. Ea susţine ca reflexivitatea, în momentul în care se petrece, introduce un element de nedeterminare în cursul evenimentelor; aşadar ar fi inadecvat să căutăm teorii ce furnizează previziuni determinante.

Cred că teoria reflexivităţii poate explica actuala stare a lucrurilor mai bine decât paradigma dominantă, dar trebuie să recunosc că nu poate face ceea ce a făcut vechea paradigmă. Nu poate oferi generalizări după modelul ştiinţelor naturale. Potrivit ei, evenimentele sociale sunt fundamental diferite de fenomenele naturale; ele au participanţi inteligenţi ale căror vederi părtinitoare şi concepţii greşite introduc un element de incertitudine în cursul evenimentelor. Evenimentele urmăresc o cale unidirecţională ce nu este determinată în avans de legi universal valabile, dar survine din interdependenţa reflexivă dintre vederile participanţilor şi actuala stare a lucrurilor. Prin urmare, teoria reflexivităţii poate explica evenimentele cu o siguranţă mai mare decât poate prezice viitorul. Acest lucru este foarte

diferit de ceea ce ne-am fi așteptat de la teoriile științifice. Dacă admit reflexivitatea, savanții din sfera științelor sociale în general și economiștii în particular trebuie să-și revizuiască radical modul de interpretare al lumii. Acesta este lucrul ce a stat în calea reflexivității, în încercarea mea de a face din ea o paradigmă general acceptată. Severitatea actualei crize financiare poate facilita schimbarea.

Teoria mea este enunțată de douăzeci de ani, dar nu a fost tratată serios, chiar dacă eu însumi am avut îndoieli cu privire la însemnătatea ei. După cum se știe, nu am fost destul de precis și de consistent în prezentarea pe care am făcut-o și chiar și acum aș putea s-o fac probabil mai bine. Dar nu mai am nici o îndoială că paradigma pe care o propun poate explica mai bine actuala stare a lucrurilor decât cea dominantă. Rămâne de văzut cât de mult poate fi ea extinsă. Această analiză este deja prea mult pentru puterile unei singure persoane. Trebuie să se implice și alții. Acesta este motivul care m-a împins să scriu această carte.

Conform noii paradigme, evenimentele de pe piețele financiare sunt cel mai bine interpretate pe modelul istoriei. Trecutul este singurul determinat, însă viitorul este incert. Prin urmare, este mai ușor de explicat cum s-a ajuns la situația actuală decât de prezis unde va conduce. În prezent, nu unul, ci mai multe procese reflexive conlucrează în același timp; aceasta face ca aria posibilităților să fie foarte largă. Dar, de asemenea, explicațiile întâmpină dificultăți. Deși este singura determinată, istoria este atât de complexă, încât nu putem ști când vor ajunge procesele și evenimentele particulare implicate să fie reduse la cifre realizabile. Aici poate fi folositoare ipoteza super-balonului. Studiind istoria, o ipoteză poate ajuta la alegerea evenimentelor și evoluțiilor care merită atenție.

Ipoteza super-balonului poate fi folosită pentru a crea o istorie financiară multilaterală a perioadei de după al Doilea Război Mondial, ce culminează în actuala criză. Dar acest lucru depășește sfera de interes a acestei cărți și puterile mele. În schimb, în următorul capitol voi oferi experiența mea pe piețele financiare din ultimii cincizeci și cinci de ani — o istorie personală a timpului meu. Cred că ea poate fi mult mai edificatoare decât o descriere istorică detaliată. După aceea, mă voi întoarce la problema proiectării acestei experiențe în viitor. Consemnez atât perspectivele mele de la începutul acestui an, cât și schimbările ulterioare din vederile mele. Acest experiment în timp real e menit să clarifice modul în care abordarea mea funcționează în practică. În final, voi iniția o dezbatere cu privire la posibile răspunsuri politice.

Capitolul 6

AUTOBIOGRAFIA UNUI SPECULANT DE SUCCES

Unul dintre avantajele faptului de a fi implicat în pieţele financiare timp de peste cincizeci de ani este acela că deţin o amintire personală asupra evoluţiei lor. În decursul carierei mele le-am văzut schimbându-se radical. Aranjamente care azi ar fi ostracizate au fost la un moment dat acceptate drept naturale sau chiar inevitabile. Şi invers. Instrumentele financiare şi tehnicile de finanţare răspândite astăzi ar fi fost de neconceput în trecut. Îmi amintesc de vremea când eram un broker de arbitraj ce-şi făcea specializarea în garanţii şi în obligaţiuni convertibile. Visam să creez garanţii comerciale din acţiuni, dar, desigur acest lucru nu era admis de reglementatori. Nu-mi puteam imagina aria de instrumente sintetice care sunt în mod regulat comercializate astăzi.

La finalul celui de-al Doilea Război Mondial, industria financiară — bănci, brokeri şi alte instituţii financiare — a jucat un rol foarte diferit în economie faţă de acum. Băncile şi pieţele erau strict reglementate. Cantitatea totală a creditelor restante în raport cu mărimea economiei era mult mai mică decât astăzi, iar cantităţile ce puteau fi împrumutate contra diferitelor tipuri de garanţii erau de asemenea mult mai mici. Ipotecile solicitau cel puţin 20 de procente în avans, iar împrumuturile contra acţiunilor făceau subiectul unor cerinţe de toleranţă statutare ce limitau creditele la 50 de procente sau mai puţin din valoarea garanţiei. Creditele auto, care solicitau plata în avans, au fost înlocuite pe scară largă de contractele de leasing, care nu aveau astfel de solicitări. Nu existau carduri de credit şi exista o cantitate foarte mică de credite negarantate.

Instituțiile financiare reprezentau numai un mic procent din capitalizarea pieței acțiunilor americane. Foarte puține acțiuni financiare erau listate la Bursa de Valori din New York. Majoritatea băncilor erau tranzacționate direct, iar multe dintre ele se tranzacționau numai prin negocieri directe.

Tranzacțiile financiare internaționale erau subiectul unor reglementări stricte în majoritatea statelor, iar circulația capitalului era foarte redusă. Instituțiile Bretton Woods au fost înființate pentru a facilita comerțul internațional și pentru a suplini lipsa investițiilor internaționale din sectorul privat. Au fost înființate de Statele Unite prin consultul direct cu o delegație britanică condusă de John Maynard Keynes. Britanicii au propus iar americanii au dispus. Acționarii instituțiilor Bretton Woods erau guvernele țărilor dezvoltate, dar Statele Unite dețineau dreptul de veto.

Deși sistemul financiar internațional avea aurul drept etalon oficial, în practică dolarul servea drept monedă internațională. Prețul aurului era fixat în dolari. Pentru o vreme, țările din Commonwealth-ul britanic au rămas legate de lira sterlină, dar pe măsură ce aceasta s-a depreciat, sfera lirei s-a dezintegrat treptat. După război a apărut o lipsă acută de dolari, iar Statele Unite s-au implicat în Planul Marshall pentru a facilita reconstrucția Europei. Treptat, lipsa de dolari a fost depășită, iar odată cu fondarea Pieței Comune Europene și cu renașterea Japoniei — care avea să fie imitată de tigrii asiatici — situația a fost răsturnată. Revărsările masive de capital, deficiturile comerciale, împreună cu Războiul din Vietnam s-au unit pentru a pune dolarul sub presiune. Dar controlul asupra sistemului financiar internațional a rămas indiscutabil în mâinile țărilor dezvoltate, Statele Unite deținând o poziție dominantă. În momentul în care convertibilitatea dolarului în aur a fost suspendată la 15 august 1971, dolarul a rămas principala monedă de păstrare a rezervelor băncilor centrale.

Mi-am început cariera ca novice în 1954 într-o bancă comercială din Londra și am învățat să lucrez cu arbitrajul acțiunilor. Arbitrajul înseamnă să încerci să obții avantaj din micile diferențe de preț ce survin în diverse piețe. La acea vreme, comerțul internațional se reducea în principal la acțiunile petrolului și aurului și pretindea folosirea unor tipuri speciale de monedă precum lira sterlină switch și dolarul premium. Ratele de schimb oficiale erau fixe, dar monedele folosite pentru tranzacțiile de capital fluctuau deasupra benzii oficiale în funcție de cerere și ofertă.

M-am mutat în Statele Unite în 1956. După formarea Pieței Unice Europene, a existat un interes energic pentru investițiile în obligațiuni

europene, iar eu mi-am început activitatea ca analist de valori, comerciant şi vânzător. Afacerea a ajuns la un final neaşteptat în 1963, atunci când preşedintele John F. Kennedy a introdus aşa-numita taxă de egalizare a dobânzii, care a impus o suprataxă de 15 procente la cumpărarea titlurilor în străinătate. Treptat mi-am îndreptat atenţia către titlurile americane, la început ca analist, apoi ca administrator al unui fond de *hedging*. Aparţin primei generaţii de administratori de fonduri de *hedging*. Eram numai câţiva când am început.

Ca analist, am asistat la deşteptarea treptată a industriei bancare. În 1972 am scris un raport intitulat *Un caz pentru băncile în creştere*. La acea vreme, băncile erau considerate cele mai inflexibile instituţii. Administraţiile erau traumatizate de eşecurile anilor 1930, iar siguranţa era argumentul suprem, umbrind profitul sau creşterea. Structura industriei era practic îngheţată de reglementări. Extinderea dincolo de graniţele statale era interzisă, iar în anumite state erau scoase în afara legii chiar şi filialele bancare. O afacere mărginită atrăgea oameni mărginiţi, iar inovaţia în industrie era foarte slabă. Acţiunile bancare erau ignorate de investitorii care căutau câştiguri de capital.

În raportul meu am argumentat că situaţia era în schimbare, dar schimbările nu erau recunoscute de investitori. Apărea astfel o nouă rasă de bancheri educată în şcoli de afaceri şi formată în termeni de profit net. Centul spiritual al noii şcoli de gândire era First National City Bank sub conducerea lui Walter Wriston, iar oamenii instruiţi acolo se succedau frecvent, ocupând ulterior funcţii de top în alte bănci. Au fost introduse noi tipuri de instrumente financiare, iar unele bănci au început să-şi folosească capitalul mult mai agresiv adunând la un loc performanţe de profit lăudabile. Băncile mai competitive au adus cu sine o revenire la capitalul de acţiuni în exces de 13 procente. În orice altă industrie, o asemenea revenire la capitalul de acţiuni, combinată cu creşterea câştigurilor pe acţiune cu mai mult de 10 procente, ar fi fost recompensată de acţiunile scoase la vânzare cu un *agio* decent peste valoarea de active, dar acţiunile băncii se vindeau la un *agio* scăzut sau inexistent. Multe bănci ajunseseră în punctul în care forţau limitele a ceea ce era considerat randament forţat de către standardele vremii. Dacă vroiau să-şi continue creşterea, era nevoie să-şi crească capitalul de acţiuni suplimentar. Împotriva curentului, First National City a găzduit un dineu pentru analiştii de valori — un eveniment nemaiauzit în industria bancară.

Acesta este motivul ce m-a împins să public raportul în care am argumentat că acțiunile bancare erau pe cale să rămână în picioare deoarece administratorii lor aveau și ei un cuvânt de spus și începuseră să-l spună. Acțiunile bancare au avut de fapt o circulație bună în 1972, iar eu am cumpărat pentru fondul meu de *hedging* aproape 50 de procente din mănunchiul de acțiuni al băncii de creștere.

Apoi a venit criza petrolului din 1973, iar centrele bancare au început să se implice în reciclarea petrodolarilor. Acesta este momentul în care s-a născut piața euro-dolar și marea explozie a creditelor internaționale. Cea mai mare parte a afacerii era dirijată din străinătate, iar băncile americane au înființat companii de tip *holding* pentru a scăpa de reglementările din țară. Au fost inventate multe noi instrumente financiare și tehnici de finanțare, iar sectorul bancar a devenit o afacere mult mai sofisticată decât fusese cu numai câțiva ani înainte. În 1973 și 1979 a avut loc o adevărată explozie a creditelor internaționale. Anii 1970 au însemnat începutul boomului inflaționist pe tot mapamondul. Statele Unite nu au participat la boom. Ele au suferit de stagflație — o combinație de inflație crescândă și o rată crescută a șomajului.

În 1979, o a doua criză a petrolului a consolidat presiunile inflaționiste. Pentru a aduce inflația sub control, Rezerva Federală a adoptat doctrina monetaristă propusă de Milton Friedman. În loc să controleze ratele dobânzii pe termen scurt, cum a făcut-o până acum, Rezerva Federală a fixat ținte pentru furnizarea banilor și a permis ratei fondurilor federale să fluctueze liber. Noua politică a Rezervei Federale a fost introdusă în 1979, iar ratele dobânzii erau deja la cote record în momentul preluării mandatului de către președintele Ronald Reagan.

Președintele Reagan era un adept al politicilor îndreptate spre ofertă și producție prin reducerea taxelor, precum și al puterii militare. În primul său buget, el a redus taxele simultan cu creșterea cheltuielilor în armată. Deși s-au făcut eforturi serioase pentru a reduce cheltuielile domestice, economiile nu erau suficient de mari încât să compenseze celelalte două aspecte. Calea rezistenței minime a condus către un deficit bugetar imens.

Întrucât deficitul bugetar a trebuit să fie finanțat în limitele unor planuri stricte de livrare a banilor, rata dobânzii a crescut la cote fără precedent. În schimbul extinderii economice, conflictul dintre politicile fiscale și monetare au adus cu sine o recesiune severă. Rate ale dobânzilor neașteptat de mari, combinate cu recesiunea din Statele Unite, au împins Mexicul în august 1982 să amenințe cu neplata datoriilor internaționale. Acesta

a fost începutul crizei bancare internaţionale din anii 1980, care a devastat America Latină şi alte ţări în curs de dezvoltare.

Rezerva Federală a răspuns crizei prin destinderea dominaţiei sale asupra furnizării de bani. Deficitul bugetar abia începea să accelereze. Fără nici o frână, economia s-a ridicat, iar recuperarea a fost la fel de viguroasă pe cât a fost recesiunea de severă. Ea a fost asistată de o nebunie a cheltuielilor din partea ambelor sectoare, domestic şi corporatist, instigată de sistemul bancar. Cheltuielile din armată creşteau; sectorul domestic se bucura de venituri reale crescânde; sectorul corporatist beneficia de pe urma accelerării deprecierii şi a altor reduceri ale fiscalităţii. Băncile erau dornice să împrumute deoarece practic orice nou credit avea ca rezultat îmbunătăţirea calităţii portofoliului de credit. Cererea provenită din toate aceste surse era atât de mare, încât rata dobânzii, după un declin iniţial, s-a stabilizat la cote istorice foarte mari şi în final a început să crească din nou. A fost atras capital străin, pe de-o parte datorită randamentului ridicat al activelor financiare, pe de altă parte datorită încrederii degajate de preşedintele Reagan. Dolarul s-a întărit, iar o monedă în curs de întărire combinată cu un raport pozitiv al ratei dobânzii a făcut irezistibilă trecerea la dolar. Dolarul puternic a atras importuri, ceea ce a satisfăcut cererea în exces şi a ţinut preţurile scăzute. S-a declanşat un proces de autoconsolidare, în care o economie puternică, o monedă puternică, un deficit bugetar mare şi un deficit comercial considerabil s-au consolidat reciproc pentru a produce o creştere noninflaţionistă. În *Alchimia finanţelor* am numit acest raport circular Cercul Imperial al lui Reagan, deoarece a finanţat o ţinută militară puternică atrăgând atât bunuri, cât şi capital din străinătate. Acest lucru a făcut ca cercul să fie benign la centru şi vicios la periferie.* Acesta a fost începutul deficitului de cont curent al Statelor Unite, care a avut consecinţe asupra consumatorului de ultimă instanţă ce au continuat, cu multe oscilaţii până în prezent.

Criza bancară internaţională a fost calmată de intervenţia activă şi plină de imaginaţie a autorităţilor. Furnizarea de lichidităţi către sistemul bancar nu era de ajuns.

Sumele deţinute de debitorii suverani depăşeau cu mult capitalul propriu al băncilor; dacă ţărilor puse în discuţie li s-ar fi permis să nu-şi îndeplinească obligaţiile, sistemul bancar ar fi devenit insolvabil. Ultima

* Am folosit Cercul Imperial al lui Reagan ca exemplu de proces circular reflexiv diferit de modelul creştere-declin.

oară când s-a întâmplat acest lucru a fost în 1932 și a dat naștere Marii Recesiuni. Din cauza acelei experiențe, un asemenea rezultat era de neacceptat. Prin urmare, băncile centrale și-au depășit rolul normal și s-au unit pentru a ajuta țările debitoare. Un asemenea precedent s-a întâmplat în 1974 în Anglia, când Banca Angliei a decis să ajute așa-numitele bănci marginale care se aflau în afara sferei ei de responsabilitate și să nu permită băncilor de decontare, de la care împrumutaseră băncile marginale, să intre sub anumite suspiciuni.* Dar criza din 1982, a însemnat primul moment în care s-a aplicat strategia de ajutorare a debitorilor la scară internațională.

Băncile centrale nu aveau suficientă autoritate pentru a pune în practică o asemenea strategie, astfel încât s-au făcut aranjamente provizorii la care au participat guvernele tuturor țărilor creditoare, Fondul Monetar Internațional (FMI) jucând un rol important. Au fost puse la un loc pachete de salvare pentru o țară apoi pentru alta și tot așa. În mod caracteristic, băncile comerciale și-au extins obligațiile, instituțiile monetare internaționale au făcut infuzii de numerar, iar țările debitoare au convenit introducerea programelor de austeritate menite să îmbunătățească bilanțurile de plată. În majoritatea cazurilor, băncile comerciale au trebuit de asemenea să suplinească cantitățile de numerar, permițând țărilor debitoare să fie la curent cu plata dobânzilor. Pachetele de salvare au constituit o realizare remarcabilă în ceea ce privește cooperarea internațională. Printre participanți s-au numărat FMI, Banca de Stabilizare Internațională, anumite guverne și bănci centrale și un număr foarte mare de bănci comerciale.

De exemplu, în cazul Mexicului, au fost implicate peste cinci sute de bănci comerciale.

Devenisem un cercetător implicat în studiul crizei și al deznodământului ei, deoarece eram fascinat de diversele probleme apărute. Am scris o serie de rapoarte, distribuite de Morgan Stanley, în care am analizat soluția temporară utilizată de autoritățile financiare internaționale. Am intitulat-o Sistemul Colectiv de Împrumut. Colectivul era susținut de frica de faliment. Prin urmare, integritatea debitului trebuia cu orice preț să rămână neschimbată. Acest lucru a lăsat țările debitoare să lupte pentru ele însele; le erau promise anumite concesii în ceea ce privește termenii serviciului datoriei, dar orice concesie se aduna la viitoarele lor obligații.

* Acesta a fost, în schimb, un precedent pentru salvarea Bear Stearns din martie 2008.

Țările debitoare au acceptat acest tratament pentru a-și menține accesul la piețele de capital, pentru a evita confiscarea activelor și din cauza fricii de necunoscut. Programele de austeritate le-au îmbunătățit bilanțurile comerciale, dar în anumite cazuri îmbunătățirea nu a putut ține pasul cu acumularea de debit. Admițând problema, băncile acumulau rezerve de debit vicios; dar în momentul la care am dezbătut situația în *Alchimia finanțelor*, nu fusese găsită încă nici o cale de a transfera aceste datorii către țările debitoare, fără a dărâma principiul ce ținea unit Colectivul. În cele din urmă problema a fost rezolvată prin introducerea obligațiunilor Brady, dar în marea parte a Americii Latine creșterea a fost întreruptă timp de un deceniu.

Cu alte ocazii, pentru a preveni o repetare a situației, crizele creditelor au condus spre reglementări mai stricte pentru entitățile contraveniente. Dar, sub influența fundamentalismului de piață, care a devenit principiul de bază în mandatul Reagan, criza bancară internațională a mers spre un rezultat contrar: Băncilor din Statele Unite le-au fost îngăduite libertăți mai mari de a face bani. Practic toate restricțiile ce le-au fost impuse în timpul Marii Recesiuni au fost treptat ridicate. Li s-a permis să-și extindă filialele, să fuzioneze dincolo de granițele statale și să introducă noi linii de afaceri. Separarea sectorului bancar de investiții de cel comercial a fost diminuată până la dispariția totală. Fiind paralizate de Sistemul de Împrumut Colectiv, băncile erau nerăbdătoare să-și anuleze creditele deținute în bilanțuri; ele au preferat să le vândă la pachet investitorilor care nu făceau subiectul supravegherii și urmăririi de către autoritățile reglementatoare. Au fost inventate instrumente financiare chiar mai sofisticate și au fost găsite noi moduri de deținere a activelor în afara bilanțurilor. Acesta a fost momentul în care chiar a fost înlăturat efectul super-balonului de săpun.

Noile instrumente financiare inventate și noile tehnici comerciale și de finanțare introduse au suferit din cauza unui defect fatal. Erau fundamentate pe presupunerea că piețele financiare tind spre echilibru: ele se pot abate temporar de la acesta, dar devierile iau forma unei plimbări obișnuite; în final, valorile revin la scopul inițial. Prin urmare, experiențele trecute erau presupuse să furnizeze un ghid trainic pentru viitor. Această presupunere nu a luat în calcul impactul noilor instrumente și al noilor tehnici ce au schimbat modul de funcționare al piețelor financiare. Pot garanta pentru aceasta pe baza propriei experiențe: atunci când, la începutul anilor 1990, reîntors spre piețe, după câțiva ani de absență, nu mi-am putut găsi locul.

Plasez momentul începerii globalizării și al super-balonului de săpun în anii 1980, când Ronald Reagan și Margaret Thatcher și-au început mandatul. De atunci, au mai avut loc prăbușiri întâmplătoare în diferite segmente ale pieței. Nebunia internațională a creditelor din anii 1970 s-a transformat în criza bancară internațională din 1982. Folosirea excesivă a portofoliului de asigurare a transformat un viciu de proiectare a bursei de valori într-o cădere abruptă fără precedent petrecută în 1987. Portofoliul de asigurare implica utilizarea opțiunilor de *knock-out*. Deoarece erau folosite la scară largă, ele nu puteau fi exercitate fără a cauza discontinuități catastrofice. Episoade asemănătoare s-au petrecut la scară mai mică pe alte piețe; am fost martor la un astfel de episod în ceea ce privea rata de schimb dolar-yen. Porționarea ipotecilor a cauzat o mică prăbușire în 1994 în sectorul „deșeurilor toxice", făcând câteva victime. Eșecul rus în criza piețelor emergente din 1998 a condus la falimentarea Long-Term Capital Management (LTCM), un fond de *hedging* de mari dimensiuni ce făcea uz de un randament foarte ridicat, ce amenința stabilitatea sistemului financiar. Evenimentul a împins Rezerva federală să scadă rata dobânzii și să inițieze salvarea cooperativă a LTCM împotriva creditorilor săi. Aceste incidente nu au condus la nici o reformă de reglementare; din contră, capacitatea sistemului de a se opune acestor presiuni a reconfirmat crezul fundamentalist dominant al pieței și a condus la o relaxare pronunțată a mediului reglementator.

Apoi, a explodat balonul tehnologic în 2000, urmat de atacul terorist din 11 septembrie 2001. Pentru a preveni recesiunea, Rezerva federală a scăzut rata fondurilor federale la 1 procent ținând-o la acea cotă până în iunie 2004. Acest fapt a generat balonul de săpun domestic, sector în care inovațiile financiare au jucat un rol important. Odată cu extinderea riscurilor, puteau fi asumate și mai multe riscuri. Din păcate, riscurile au fost pasate de la cei ce se presupunea că le cunosc, la cei ce erau mai puțin familiarizați cu ele. Mai grav, noile metode și instrumente inventate erau atât de sofisticate, încât autoritățile reglementatoare își pierduseră capacitatea de a calcula riscurile implicate. Ajunseseră să depindă de metodele de control de risc, dezvoltate chiar de instituții. Ultimul acord internațional în ceea ce privește cerințele de acceptabilitate al băncilor — Basel 2 — pretinde celor mai mari bănci să se bazeze pe propriile sisteme de administrare a riscului. Ceva asemănător s-a petrecut și cu agențiile de evaluare, care trebuiau să evalueze valoarea creditului instrumentelor

financiare. Ajunseseră să se bazeze pe calculele furnizate de emitenţii acelor instrumente.

După părerea mea, aceasta este o uriaşă delegare la responsabilităţi din partea reglementatorilor. Dacă nu puteau calcula riscul, nu ar fi trebuit să permită instituţiilor de sub supravegherea lor să-şi asume acele riscuri. Riscurile băncilor erau fundamentate pe presupunerea că sistemul însuşi este stabil. Dar, contrar convingerilor fundamentaliştilor de piaţă, stabilitatea pieţelor financiare nu este asigurată; ea trebuie să fie în mod activ menţinută de către autorităţi. Bazându-se pe calculele de risc ale participanţilor la piaţă, reglementatorii au ridicat ancora şi au declanşat o perioadă necontrolată de extindere a creditului. În mod caracteristic, calculele valorii-la-risc (VAR) sunt bazate pe experienţele trecute. Extinderile de creditare fiind necontrolate, trecutul a devenit un ghid prost pentru condiţiile actuale. Calculele VAR permiteau două sau trei devieri standard. Devierile standard mai mari, care se cuvenea să fi fost mai puţine, se manifestau cu o frecvenţă mai mare. Acesta trebuia să fie un semnal de alarmă, dar a fost ignorat de reglementatori şi de participanţi în egală măsură. Tot ce au făcut a fost să introducă teste de stres pentru măsurarea capacităţii lor în faţa expunerii la evenimente neaşteptate.

Asemănător, diferitele valori ipotecare sintetice se bazau pe presupunerea că valoarea caselor în Statele Unite, luată ca un întreg, nu va scădea niciodată; regiuni individuale pot fluctua, dar piaţa luată ca un întreg este stabilă. Acest lucru a făcut ca titlurile care disipau riscul între diferitele regiuni să pară mai sigure decât ipotecile individuale. Această presupunere a ignorat posibilitatea unui balon de săpun la nivel naţional în sectorul imobiliar de mărimea celui ce s-a petrecut în realitate.

Autorităţile reglementatoare trebuiau să ştie mai bine. După toate acestea, ele au fost nevoite să intervină periodic, ştiind că intervenţiile lor generau un pericol moral. Au oferit promisiuni deşarte puse în faţa pericolului moral, dar atunci când miza era mare, ele au intervenit pentru salvarea instituţiilor care erau prea mari pentru a fi lăsate să se prăbuşească. Ştiau că intervenţia lor aducea cu sine stimulente asimetrice ce favorizau extinderea anormal de mare a creditelor, chiar dacă erau atât de duşi de val de dispoziţia fundamentalistă a pieţei şi de propriul succes încât ajunseseră să creadă că pieţele se pot autoreglementa. Astfel, extinderea pieţei a atins cote de nesusţinut.

Momentul potrivit de forţare a extinderii creditării este în timpul fazei expansioniste. Băncile centrale răspund inflaţiei preţurilor şi salariilor, dar

nu se simt atrase să prevină inflația activelor de preț.* Alan Greenspan a protestat vehement în decembrie 1996 împotriva „exuberanței iraționale" a bursei de valori, dar nu a trecut la fapte și și-a încetat criticile atunci când cuvintele sale nu au avut efectul scontat. Greenspan a înțeles mult mai bine procesele economice decât majoritatea experților, știind cum să folosească funcția manipulativă pentru a-și exprima convingerile.

Am fost impresionat de puterea sa de previziune, precum și de modul său de abordare dinamic, care contrasta puternic cu aprecierile statice și învechite ale bancherilor Băncii Centrale Europene. Poate fi criticat totuși pentru faptul că a permis vederilor sale politice inspirate de Ayn Rand să se amestece în conduita sa de președinte al Rezervei Federale mai mult decât ar fi trebuit. A susținut reducerile de taxe din mandatul Bush pentru puțin peste 1 procent din populație și a argumentat că deficitul bugetar ar trebui redus prin scăderea asigurărilor sociale și a cheltuielilor discreționare. Menținerea fondurilor federale la cota de 1 procent, mai mult decât ar fi fost necesar, ar putea fi avut unele implicații în alegerile din 2004. Răspunderea pentru balonul de săpun din sectorul imobiliar îi poate fi atribuită.

Ben Bernanke este mai degrabă un teoretician care nu deține capacitățile manipulatoare ale lui Greenspan. Împreună cu Mervyn King de la Banca Angliei, el a fost foarte îngrijorat de pericolul moral, iar acest lucru a avut de-a face cu răspunsul întârziat la avântul balonului de săpun din sectorul imobiliar din 2007. Autoritățile au ignorat complet sau au subestimat abuzurile și excesele din industria ipotecară și efectele acesteia asupra economiei reale. Astfel Rezerva Federală a căzut atât de mult sub curbă. Rezerva Federală avea autoritatea legală să reglementeze industria ipotecară, dar nu a reușit să o aplice. Trezoreria a rămas de asemenea complet pasivă în timpul acestei perioade, sesizându-se abia în momentul în care criza era de mult în desfășurare. A introdus noi reglementări pentru industria ipotecară abia după ce industria s-a oprit, limitându-se doar la încurajarea cooperării voluntare între creditori pentru reducerea pagubelor. Această abordare a contribuit la criza bancară internațională din anii 1980, deoarece băncile centrale își puteau exercita influența direct asupra băncilor comerciale implicate. Dar actuala criză este incomparabil mai complexă, deoarece ipotecile au fost porționate, reîmpachetate și revândute, iar cooperarea

* Rezerva Federală se concentrează asupra așa-numitelor nuclee de preț, excluzând energia și alimentele.

voluntară dintre participanții anonimi a devenit dificil sau chiar imposibil de mânuit. Încercarea de a crea așa-numitul super-SIV (vehicul investițional) pentru a împiedica amenințarea SIV-urilor de a arunca pe piață propriile active nu a reușit; iar aranjamentele menite să calmeze oamenii ce înfruntă un salt subit în plata dobânzii pe măsură ce rata preferențială de dobândă expiră în următoarele optsprezece luni vor avea un efect foarte limitat. Companiile de servicii ipotecare sunt copleșite, neavând nici un stimulent financiar la îndemână pentru ajustări voluntare. Există circa 2,3 milioane de oameni în această categorie, mulți dintre ei fiind înșelați de creditori lipsiți de scrupule. Una peste alta, criza din sectorul imobiliar va avea consecințe sociale vaste. Nimeni nu se poate aștepta ca actuala administrație să facă ceva în această privință. Această realitate întunecată va cădea pe umerii următoarei administrații. Până atunci va fi mai clar cât de cumplită este situația.

Urmăream evoluția balonului de săpun din sectorul imobiliar de departe pentru că nu am fost activ implicat în administrarea propriilor fonduri. În 2001, după ce partenerul meu care conducea fondul a plecat, mi-am convertit fondul de *hedging* într-un vehicul administrat mai puțin agresiv și l-am redenumit „fond filantropic", principalele sale îndatoriri fiind acelea de a administra activele fundațiilor mele. Marea parte a banilor a fost trimisă către manageri din afară. Cu toate acestea, am văzut clar că un super-balon de săpun era în desfășurare și se îndrepta spre un final nefericit. Am consemnat această previziune într-o carte publicată în 2006. Nu am fost singurul. Comunitatea investițională era clar împărțită în conservatori bătrâni ca mine și o generație tânără care știa cum să folosească noile instrumente și tehnici, crezând totodată în ele. Desigur, existau și excepții printre ei. Unul dintre ei nega fenomenul: John Paulson, cel care a cumpărat asigurări în schimbul neîndeplinirii obligațiilor ipotecilor subprime, returnând numeroase profituri pe primele pe care le-a plătit. L-am invitat la cină pentru a afla cum a reușit.

Când criza a izbucnit, în august 2007, am considerat că situația era destul de gravă și nu m-am simțit confortabil lăsând administrarea averii mele în mâna altora. Am reluat controlul înființând un cont comercial de tip „macro" ce a dat fondului o postură care nu ținea cont de pozițiile administrate de alții. Am crezut că țările dezvoltate, în special Statele Unite, se îndreptau spre o nenorocire serioasă, dar existau forțe pozitive puternice în alte părți ale lumii, în special în China, în India și în câteva dintre țările producătoare de petrol și materii prime. Am creat poziții investi-

ționale fundamentale pe bursele de valori ale acelor țări. Am dorit să protejez acele poziții înființând poziții scurte fundamentale în țările dezvoltate. Am putut folosi numai instrumente grosolane, precum indicii bursieri comercializabili și monedele, deoarece nu am avut informații mai detaliate. Chiar și așa, strategia a fost destul de reușită. Nu a fost lipsită de suișuri și coborâșuri. Piața a devenit extrem de volatilă și a fost nevoie de mult tupeu pentru a mă menține pe pozițiile scurte.

Capitolul 7

PROGNOZA MEA PENTRU 2008

În *Alchimia finanțelor* am condus un experiment în timp real care mi-a întărit decizia luată în calitate de manager de fond speculativ cu grad sporit de risc. Voi repeta exercițiul aici.

1 IANUARIE 2008

Teoria reflexivității nu oferă nici o previziune clară. Totuși, ea ajută la formularea unor ipoteze asupra a ceea ce ne poate oferi viitorul.

1. Perioada de șaizeci de ani a expansiunii creditelor care a avut ca punct de plecare Statele Unite și politica de exploatare a propriei poziții în centrul sistemului financiar global și controlul asupra rezervei internaționale de valută a ajuns la final. Această criză financiară va avea consecințe mult mai aspre și mai persistente decât crizele similare din trecut. Orice criză implică o contracție temporară a creditării. Băncile centrale vor fi capabile să furnizeze lichidități temporare, așa cum au făcut-o și în trecut, în așa fel încât faza acută a crizei să fie liniștită ca de obicei; sistemul bancar internațional nu se va prăbuși ca în anii 1930. Dar, în trecut, toate crizele au fost succedate de o nouă perioadă de creștere economică stimulată de abundența de lichidități și de noi moduri de creștere a pieței creditelor. De data aceasta va fi nevoie de mai mult timp pentru reînceperea creșterii. Abilitatea Rezervei Federale de a micșora ratele dobânzilor va fi constrânsă de ostilitatea restului lumii de a deține dolari și datorii în dolari pe termen lung. Anumite instrumente financiare recent

introduse se vor dovedi neraționale și vor ieși din uz. Anumite instituții financiare importante se vor dovedi insolvabile, ca și înainte, iar creditele vor fi mai greu de obținut. Limitele de creditare pentru o garanție anume se vor micșora în mod sigur, iar costurile vor crește. Dorința de a obține credit și de a asuma riscuri este de așteptat să se reducă. Iar una din marile surse de expansiune a creditelor, deficitul de cont curent al Statelor Unite, a ajuns la un maxim. Toate acestea vor afecta în mod negativ economia SUA.

2. Este foarte probabil să apară câteva schimbări pe termen lung în caracterul băncilor și al băncilor de investiții. Acestea au fost industrii în creștere încă din 1972, lansând produse din ce în ce mai sofisticate și bucurându-se de un statut din ce în ce mai permisiv. Mă aștept ca această orientare să se schimbe. Reglementatorii vor încerca să recâștige controlul asupra activităților industriale pe care ar trebui să le supravegheze. Cât de departe vor merge în demersul lor va depinde de gravitatea pagubelor. Folosirea banilor contribuabililor va atrage după sine implicarea Congresului. Resursele financiare au constituit 14 procente din capitalizarea bursei de valori la sfârșitul anilor 1980, 15 procente la sfârșitul anilor 1990, ajungând la un maxim de 23 de procente în 2006; nădăjduiesc că procentajul va fi mult mai scăzut în următorii zece ani.*

3. Și totuși, nu există temeiuri pentru a prevedea o perioadă prelungită de contracție a creditelor sau de declin economic mondial deoarece există forțe contracarante care acționează. China, India și câteva țări producătoare de petrol trec printr-o perioadă dinamică de dezvoltare care nu poate fi subminată de criza financiară și de recesiunea din Statele Unite. Însăși recesiunea Statelor Unite va fi amortizată de o îmbunătățire în ceea ce privește deficitul de cont curent.

4. Statele Unite nu au reușit sub administrația Bush să exercite un leadership politic adecvat. Prin urmare, puterea și influența mondială a Statelor Unite au suferit un declin catastrofal. Invazia Irakului este strâns legată de creșterea prețului petrolului și de lipsa de disponibilitate a restului lumii de a deține dolari. Recesiunea din Statele Unite corelată cu elasticitatea Chinei, Indiei și a țărilor producătoare de petrol vor consolida declinul Statelor Unite în ceea ce privește puterea și influența mondială.

* Factset Research Systems Inc (bază de date analitice). Resursele financiare includ băncile importante, băncile regionale, băncile de economii, leasingul financiar, băncile de investiții, fondurile de investiții, conglomeratele financiare, companiile de asigurări și trusturile de investiții imobiliare.

O parte importantă a rezervelor monetare ţinute în obligaţiuni emise de guvernul Statelor Unite vor fi convertite în bunuri imobile. Acest fapt va consolida şi va extinde explozia pieţei de produse de consum actuale şi va crea presiuni inflaţioniste. Declinul dolarului ca etalon monetar universal va avea consecinţe politice grave şi va spori posibilitatea unui colaps al ordinii mondiale. Vorbind la modul general, până la apariţia unei noi ordini, suntem obligaţi să parcurgem o perioadă de nesiguranţă şi prăbuşire a bogăţiei financiare.

Aceste idei sunt poate mult prea generale pentru a fi de folos în luarea deciziilor, dar însăşi teoria, combinată cu fapte deja cunoscute, nu ne conduce prea departe. Într-adevăr, am mers aproape de extrem pentru a ajunge aici. Pentru a intra în detalii, este nevoie să ne angajăm în presupuneri.

Pe măsură ce înaintăm în noul an, descopăr că pieţele financiare sunt prea preocupate de criza lichidităţilor, nefiind suficient de conştiente de consecinţele pe termen lung. Băncile centrale ştiu cum să furnizeze lichidităţi şi aşa vor face, indiferent de implicaţii. Ele au furnizat deja sume mult mai mari în schimbul unei arii mai largi de garanţii decât au făcut-o până acum. Aşadar, faza acută a crizei va fi domolită, dar se va produce. Atât investitorii, cât şi publicul larg pleacă de la o idee greşită. Ei cred că autorităţile financiare — Rezerva Federală şi administraţia — vor face tot posibilul să evite recesiunea. Consider că acestea nu se află într-o poziţie care să le permită să o facă, pe de o parte datorită exploziei pieţei de consum, iar pe de altă parte datorită vulnerabilităţii dolarului (aceste cauze se condiţionează reciproc). Dorinţa globală de a deţine dolari a fost zdruncinată. Sunt deja prea mulţi dolari care se revarsă împrejur, iar deţinătorii sunt dornici de diversitate. Euro, principala alternativă de monedă pentru rezerve, a fost deja supralicitată către cote nesustenabile, dar este încă sub presiuni ascendente. Faptul că renminbiul chinez s-a apreciat mai puţin decât euro, a creat divergenţe comerciale extraordinare între China şi Europa, iar una din părţi va trebui să cedeze. Cred că renminbiului i se va permite să se aprecieze cu o cotă sporită. Următorul câştig pe tranzacţia *forward* cu renminbi este deja de peste 8 procente pe an şi cred că prezenta apreciere va fi mai mare, deşi nu pot preciza o valoare exactă. Autorităţile chineze sunt destul de imprevizibile, dar există motive clare care împing China în acea direcţie. Cel mai important este reprezentat de ameninţarea protecţionismului în Statelé Unite şi acum în Europa. O monedă în apreciere ajută la temperarea iritării provocate de excedentul

comercial. Ajută de asemenea la temperarea inflației prețurilor, care este deja o problemă pentru China. Întrucât inflația este provocată îndeosebi de costul carburanților de import și de mâncare, aprecierea monedei este un antidot potrivit. În trecut, existau rezistențe împotriva unei valori crescute a renminbiului din partea sectorului agricol; acest argument ar cântări mai puțin odată cu creșterea prețurilor hranei. Toate acestea sunt un semn că drumul ales este bun. Dar un renminbi în creștere creează probleme ce nu sunt înțelese cum trebuie.

Problema Chinei este aceea că adevăratul cost al investițiilor este deja negativ, iar aprecierea rapidă a monedei îl împinge și mai mult în acest teritoriu negativ. Astfel se creează un boom al activelor. Procesul este deja în curs de desfășurare. Sectorul imobiliar a luat avânt, iar indexul bursei de valori de la Shanghai s-a apreciat cu 97 de procente în 2007, iar în total cu 420 procente din iulie 2005*, moment în care perioada de patru ani a pieței în scădere s-a încheiat. Motivele le voi explica în detaliu mai târziu, balonul este încă într-o fază incipientă, dar o criză financiară ar putea fi dificil de evitat mai târziu.

O problemă pentru Statele Unite ar putea fi aceea că un renminbi în creștere va provoca creșterea prețurilor de la Wal-Mart. O inflație de mici proporții într-un mediu recesionist poate fi un lucru bun, dar Rezerva Federală trebuie să fie îngrijorată de stabilitatea monedei.

Cred că Rezerva Federală va continua să scadă ratele dobânzii cu o viteză chibzuită — 0,25% la fiecare întâlnire a Comitetul de politică monetară, probabil fără întrerupere — dar va veni un moment când ratele dobânzilor pe termen lung vor crește în replică la această scădere. La acel moment, Rezerva Federală va fi ajuns la limitele propriilor posibilități de a stimula economia. Din nou, nu știu când va fi atins acest moment, dar bănuiesc că va fi mai degrabă mai devreme, decât mai târziu.

Există multe îndoieli în ceea ce privește perspectivele unei recesiuni. Multe prognoze economice încă evaluează șansele la mai puțin de 50 de procente. Nu pot înțelege de ce. Prețurile locuințelor vor trebui să scadă cu cel puțin 20 de procente în următorii cinci ani pentru a intra într-un raport normal cu venitul domestic. Teoria mea creștere-declin îmi spune că prețurile trebuie să scadă pe moment sub raportul obișnuit pentru ca piața să fie limpede. Acest lucru înseamnă că prețurile trebuie să scadă

* 420 de procente reprezintă modificarea de procentaj de la închiderea cea mai mică din 11 iulie 2005 până la finalul lui 2007.

cu mai mult de 20 de procente în mai puţin de un an, căci altfel piaţa nu se va limpezi pentru mulţi ani. În prezent piaţa nu se stabilizează, aşa cum o arată şi ultimele statistici. Un declin de o asemenea însemnătate va afecta în mod clar cheltuielile consumatorilor, angajările şi activitatea comercială în ansamblu. Singura forţă contracarantă este puterea exporturilor, dar aceasta trebuie să se reducă pe măsură ce restul lumii încetineşte. Cheltuielile consumatorilor au fost foarte mobile, iar aşteptările se îndreaptă în mod greşit spre partea pozitivă, cu 65% dintre proprietari aşteptând ca valoarea caselor lor să se aprecieze moderat. Teoria mea creştere-declin îmi spune că participanţii vor cădea în capcană de multe ori înainte ca economia să o ia pe drumul cel bun. Chiar dacă este discutabil dacă ne aflăm sau nu în recesiune, faptul că vom aluneca în recesiune în decursul anului 2008 mi se pare o certitudine.

Clarificarea instituţiilor financiare nu şi-a intrat încă în cursul ei obişnuit. Rezultatele de sfârşit de an vor conţine anumite surprize neplăcute, iar o recesiune va cauza sigur deteriorări ulterioare. Pot apărea anumite poveri de care ne putem debarasa. Obligaţiile de plată garantate, bazate pe proprietăţi imobiliare comerciale, în special pe malluri, se vor rezolva uşor. Băncile au iniţiat *bartere* prin care obţineau credite *swap* în schimbul propriilor bilanţuri; rămâne de văzut cum va afecta recesiunea acest aspect. Pieţele nu vor fi pe deplin reasigurate până când obligaţiile ascunse nu vor fi dezvăluite. Principalele bănci de investiţii au fost foarte sârguincioase în a-şi completa bilanţurile prin strângerea de capital, în principal din fonduri *sovereign* bogate, care reprezentau promisiunea de salvare a industriei bancare, dar al căror apetit poate ajunge curând la saţietate. Acesta poate fi unul din cazurile în care riscurile sunt transferate celor care le înţeleg mai puţin, iar preţurile plătite de primii investitori se pot dovedi prea mari.

Europa poate fi afectată aproape la fel de rău ca şi Statele Unite. Spania, cu propriul ei balon în domeniul imobiliar, iar Regatul Unit cu Londra pe post de centru financiar sunt deosebit de vulnerabile. Băncile europene şi fondurile de pensii sunt trase în jos de active cu valoare îndoielnică, mai mult chiar decât băncile americane, iar supraevaluarea euro şi a lirei sterline vor afecta economiile europene. Economia japoneză se descurcă de asemenea greu. Ţările dezvoltate, luate la un loc, alcătuiesc 70 de procente din economia mondială. Cu toate acestea, mă întreb încă dacă economia globală va intra în recesiune din cauza dinamicii foarte favorabile ce prevalează în ţările bogate în petrol şi în anumite ţări cu economii în

dezvoltare. Înțelepciunea tradițională spune că atunci când Statele Unite strănută, restul lumii răcește. Acest lucru era adevărat în trecut, acum însă, nu.

China parcurge o transformare structurală radicală, iar balonul de săpun al activelor generat de ratele reale negative ale dobânzilor facilitează procesul. Întreprinderi deținute de stat sunt transferate către sectorul privat, iar administrațiile ajung de regulă la mize importante. Directorii abili erau obișnuiți să facă bani în mod colateral; însă acum este avantajos pentru ei să câștige bani pentru companiile pe care le administrează și pe care, din ce în ce mai mult, le și dețin. Acțiunile listate la bursa de valori de la Shanghai pot părea supraevaluate după etaloanele tradiționale (de peste 40 de ori câștigurile din anul precedent), dar aparențele pot fi înșelătoare atunci când motivația administrației se schimbă. Nu există nici un dubiu că un balon este în curs de formare, dar acesta este în stare relativ incipientă, și există interese majore pentru ca balonul să continue să se formeze. Elita economică este dornică să preschimbe câștigurile suplimentare de care se bucură momentan, deținând proprietăți pe care le pot transmite propriilor moștenitori. Există o coadă lungă de companii ale căror manageri sunt dornici să scape de sub proprietatea statului și aceștia nu vor ca procesul să se întrerupă. Nimic nu se compară cu profitabilitatea investițiilor într-un balon incipient.

Am vizitat China în octombrie 2005 și, deși nu mai făceam în mod activ investiții, am observat acolo oportunități mai mari decât oricând în carieră. Economia chineză a crescut cu peste 10 procente pe an în ultimul deceniu, dar câștigurile corporațiilor nu au ținut pasul cu creșterea și, după euforia de început, caracteristică burselor de valori nou înființate, acțiunile au intrat pe un trend descendent în ultimii patru ani. Guvernul abia anunțase o schemă cu ajutorul căreia toate acțiunile deținute de stat să fie comercializate în mai puțin de 24 de luni. Era o șansă care apare o dată în viață, dar nu am dorit să intru din nou în administrarea de bani activi și nici nu am găsit un partener chinez potrivit. Am investit ceva bani în China, dar ca de obicei în astfel de cazuri, nu suficienți. Indicele de la Shanghai a crescut de atunci cu peste 400 de procente.

China exercită o influență considerabilă asupra altor economii emergente. Ea a arătat o mare lăcomie față de materii prime și a fost principalul motor al avântului produselor de bază și al transportului pe uscat. În ciuda încetinirii așteptate a economiei mondiale, se presupune că prețul minereului de fier va crește cu cel puțin 30 de procente în următorul an, China

fiind cel mai mare client. China a intrat în frenezia achiziţionării de companii producătoare şi exploatatoare de minereu, petrol şi alte materii prime. Este de asemenea gata să-şi extindă creditele pe termen lung asupra ratelor concesionare ale ţărilor africane. A ajuns să rivalizeze cu Vestul în ceea ce priveşte infuzia de capital în Africa. China a devenit totodată principalul partener comercial al multor ţări asiatice. (Devine de asemenea cel mai mare producător de gaze cu efect de seră din lume, dar nu acesta este subiectul discuţiei noastre.)

Fără îndoială, recesiunea din ţările dezvoltate va afecta în chip nefavorabil exporturile chinezeşti, dar economia internă, precum şi investiţiile şi exporturile spre ţările în curs de dezvoltare pot prelua o mare parte din stagnare. Rata creşterii va fi încetinită, dar balonul, alimentat de ratele reale negative ale dobânzilor, va continua să crească. Este cert că indicele bursei de valori nu va mai creşte în aceeaşi măsură în care a făcut-o anul trecut. În fapt, el poate să nu mai crească deloc, dar volumul de noi produse şi dimensiunea totală a pieţei vor continua să crească neabătut. Transformarea structurală a economiei va deveni mult mai accentuată. Întreprinderile deţinute de stat, generatoare de pierderi, vor dispărea într-o măsură mai mică sau mai mare şi ceea ce eu numesc supra-întreprinderi deţinute de stat — divizii secundare din partea întreprinderilor de stat bine administrate ce-şi justifică preţurile de bursă ridicate absorbind active suplimentare de la compania mamă — vor deveni o caracteristică dominantă a pieţei. Procesul va fi întrucâtva asemănător cu ceea ce am descris ca fiind mania fuziunilor în capitolul „Oligopolizarea Americii" din *Alchimia finanţelor*, doar că totul va fi mult mai dramatic. Deznodământul este deschis, dar în oricare din cazuri, finalul este la câţiva ani distanţă. După părerea mea, China va traversa triumfătoare actuala criză financiară şi ulterioara recesiune, câştigând o putere considerabilă.

Perspectivele pe termen lung ale Chinei sunt îndoielnice. Nu va fi surprinzător dacă actualul boom de dezvoltare va sfârşi într-o criză financiară peste câţiva ani. Cu mult timp în urmă spuneam că în China comunismul se va termina printr-o criză capitalistă. La fel, transformarea Chinei într-o economie capitalistă nu poate fi desăvârşită fără o criză financiară. În orice caz, China ar putea să zguduie supremaţia Statelor Unite mult mai devreme decât era de aşteptat atunci când George W. Bush a fost ales preşedinte. Ce rezultat ironic pentru Proiectul unui Nou Secol American! Integrarea unei Chine năvalnice în interiorul ordinii mondiale va fi una din cele mai provocatoare misiuni pentru următoarea administraţie.

Am vizitat India în 2006, în perioada Crăciunului, și am fost și mai impresionat din punctul de vedere al investitorului, făcând o comparație cu China, deoarece India este o democrație în care guvernează legea. În plus, din punct de vedere tehnic, era mult mai ușor de investit în India decât în China. De atunci, valorile medii ale pieței s-au dublat. Creșterea economică a Indiei era de 3,5 % pe an, puțin mai mare decât creșterea populației. Acum, cota creșterii s-a dublat. Fundamentul reformelor economice a fost pus de actualul prim-ministru, Manmohan Singh, în perioada în care a exercitat funcția de ministru al finanțelor, cu peste un deceniu în urmă, iar dinamica economiei a avut nevoie de ceva timp pentru a se schimba. Tehnologia informației a fost resursa care a servit drept catalizator. Creșterea acesteia a fost fenomenală. Anul trecut, India a stat la baza a peste jumătate din totalul noilor slujbe din această industrie pe întreg globul, dar chiar și astăzi, ea reprezintă sub un procent din totalul angajărilor din India. Industria a depășit apogeul de profitabilitate. Există o lipsă de forță de muncă calificată, iar diferențele de profit sunt afectate de aprecierea monedei. În schimb, dinamica s-a extins în toate sectoarele economiei.

Ridicarea fraților Ambani a fost cea mai spectaculoasă. Atunci când tatăl lor, fondatorul Reliance Industries, a murit, frații și-au împărțit imperiul între ei, iar acum încearcă să se depășească reciproc. Activitățile lor variază de la rafinarea petrolului, produse petrochimice și producție de gaz natural în largul mării, până la servicii financiare și telefonie mobilă. Descoperirea de gaze naturale în largul mării promite să autonomizeze industria energetică a Indiei în următorii ani. Mukesh Ambani se folosește de fluxul de numerar obținut din propriile afaceri cu petrol și gaz pentru a pune bazele companiei Reliance Retail, distribuind alimente de la producător direct spre consumator — un proiect îndrăzneț ce urmărește să reducă diferențele de preț dintre consumator și producător cu mai mult de jumătate.

Infrastructura Indiei rămâne mult în urma celei chineze, dar investițiile din acest sector încep să se amplifice, ajutate de economiile interne și de infuziile de capital ale țărilor bogate în petrol din regiunea Golfului, care au mari comunități de emigranți indieni. În aceste condiții, mă aștept ca economia indiană să meargă bine, cu toate că, în urma performanțelor ei astronomice, bursa de valori poate fi vulnerabilă la rectificări.

O altă sursă de vigoare pentru economia mondială este de găsit în câteva dintre țările producătoare de petrol din Orientul Mijlociu (nu discut cazul Rusiei deoarece nu vreau să investesc acolo). Aceste state acumulează rezerve într-un ritm impresionant, de la 122 miliarde dolari în 2006 și aproximativ

114 miliarde dolari în 2007, la un nivel al rezervelor de 545 miliarde dolari*. Ele sunt dornice să-și diversifice obligațiunile denominate în dolari, punând bazele unor fonduri suverane bogate ale căror active cresc rapid. Statele din Golf au decis să investească în dezvoltarea propriilor economii prin exploatarea accesului la energie ieftină, construirea de rafinării petroliere și centrale petrochimice, topitorii de aluminiu și alte industrii grele, la un ritm limitat numai de lipsa de forță de muncă și de echipament. Datorită avantajului competitiv, este posibil ca aceste țări să devină factori dominanți în aceste industrii. Abu Dhabi a decis să fondeze o metropolă care să rivalizeze cu Dubaiul. Cu rezerve de peste o mie de miliarde de dolari și cu o populație de 1,6 milioane locuitori (80 % fiind imigranți), își permit să facă asta. Ritmul forțat al dezvoltării a creat presiuni inflaționiste și există o motivație clară pentru decuplarea monedelor față de dolar. Kuweitul a acționat deja în această direcție, dar celelalte state, în special Arabia Saudită, au fost descurajate prin presiuni puternice din partea Washingtonului să urmeze exemplul Kuweitului. Cursul fix al dolarului, corelat cu inflația internă, a adus cu sine rate negative ale dobânzii reale.

Bursele de valori ale Statelor din Golf se refac după prăbușirea gravă ce a urmat euforiei inițiale, iar cotele negative ale dobânzilor reale atrag afluxurile de capital străine, la fel ca și în China. Acesta este efectul pervers al cursului fix al dolarului, deși în cazul statelor din Golf, cu excepția Kuweitului, acest curs nu a scăzut. Cred că în ciuda riscurilor politice reprezentate de Iran, dinamica este una suficient de puternică pentru a susține o încetinire a scăderii mondiale. Orice scădere a ratei dobânzii în Statele Unite ar spori presiunea asupra cursului fix.

Fondurile suverane (*sovereign*) devin niște jucători din ce în ce mai importanți în sistemul financiar internațional. Mărimea lor actuală este estimată la 2,5 bilioane de dolari și se află în creștere. Ele au investit deja 28,65 miliarde de dolari în instituții financiare.** China a alocat 5 miliarde

---

* International Monetary Fund World Economic and Financial Surveys, octombrie 2007. Printre țările din spatele acestor cifre se numără: Bahrain, Iran, Irak, Kuweit, Libia, Oman, Qatar, Arabia Saudită și Emiratele Arabe Unite. Rezervele brute ale Arabiei Saudite cuprind investiții în valori străine, acestea fiind excluse din raportarea rezervelor oficiale.

** 13 iulie 2007, Temasek Holdings, 2 miliarde de dolari în Barclays PLC; 26 noiembrie 2007, Autoritatea Investițională Abu Dhabi, 7,5 miliarde dolari în Citigroup Inc.; 10 decembrie 2007, Corpul de Investiții Corporatist al Guvernului

de dolari investițiilor în Africa. Fondurile suverane vor ieși probabil la rampă ca o ultimă opțiune pentru investitori și creditori, jucând un rol similar cu cel al Japoniei după crahul pieței financiare din 1987. Dar fondurile suverane sunt mult mai diversificate decât erau instituțiile japoneze și ele pot să urmeze căi divergente. Criza financiară poate să le facă să fie mult mai bine văzute în Vest decât ar fi fost oriunde altundeva. Trebuie reamintit că o companie de stat chineză, China National Offshore Oil Corporation, s-a lovit de o opoziție politică în momentul în care a încercat să achiziționeze Unocal, la fel cum a pățit o companie din Dubai, DP World, atunci când a încercat să preia controlul asupra unor facilități portuare americane. În ideea că aceste evenimente se pot generaliza, fondurile suverane sunt de așteptat să favorizeze investițiile în țările dezvoltate, fiind limitate doar de capacitatea de absorbție a acelor țări.

Acest fapt poate să ducă la consolidarea performanțelor pozitive ale economiilor în curs de dezvoltare. Fondurile suverane vor deveni probabil acționari importanți în economia Statelor Unite dacă nu vor fi împiedicate de măsuri protecționiste.

Se pune întrebarea dacă încetinirea globală se va transforma într-o recesiune globală. Totuși se poate prezice cu un grad semnificativ de certitudine că țările în curs de dezvoltare se vor descurca mult mai bine decât țările dezvoltate. Acest fapt poate sta la baza unei inversări decisive, în momentul în care investițiile în producerea de materii prime vor depăși propriile capacități.

În 2007, pozițiile *long* de pe piețele emergente și *short* de pe bursele de valori ale țărilor dezvoltate au reprezentat o strategie investițională rentabilă. Mă aștept că acest lucru să fie valabil și în 2008, dar cu o mică schimbare de accent de pe net *long* pe net *short*. Datorită schimbărilor înregistrate de fondul meu, care dintr-un fond de *hedging* pur a devenit un fond filantropic, precum și din cauza rolului meu redus în administrarea lui, nu-l consider adecvat pentru a oferi un raport detaliat al pozițiilor noastre investiționale, așa cum am făcut cu experimentul în timp real publicat în *Alchimia finanțelor*. Pot totuși să rezum strategia mea investițională pentru 2008 într-o singură frază: acțiuni *short* americane și europene, obligațiuni pe zece ani emise de guvernul Statelor Unite și

din Singapore, 9,75 miliarde dolari în UBS AG; 19 decembrie 2007, China Investment Corp., 5 miliarde dolari în Morgan Stanley; 24 decembrie 2007, Temasek Holdings, cel puțin 4,4 miliarde dolari în Merrill Lynch.

dolarul american; acțiuni *long* chinezești, indiene și ale statelor din Golf și monede nonamericane.

6 IANUARIE 2008

Experimentul în timp real merge mai bine decât sperasem. Facem bani și din pozițiile în așteptarea creșterii, și din vânzările *short*, și din valute. Doar poziția *short* în obligațiuni guvernamentale pe 10 ani ale Statelor Unite lucrează împotriva noastră, dar asta era de așteptat; acțiunile și obligațiunile tind mereu să evolueze în direcții diferite. Atunci când am ales poziția aceasta știam că este devreme, dar cu un dolar în scădere cred că până la urmă se va dovedi o investiție bună și între timp va reduce volatilitatea portofoliului. Păstrând specificul nostru de fond de investiții, mai degrabă decât de fond speculativ, expunerea noastră e destul de redusă: mai puțin de jumătate din capitalul propriu, în oricare din cele două variante.

Am început să mă gândesc când să-mi acopăr pozițiile *short* la vânzare. Încă nu e cazul, cu siguranță. Piața abia începe să se convingă că urmează o perioadă de recesiune; va trebui să scadă sub valorile minime ale anului 2007. Nu cred că actuala administrație va reuși să impună niște politici care să îmbunătățească situația. Piața ar putea, desigur, să ajungă la niște minimuri tranzacționabile mai devreme de șase luni — nu mă prea pricep să prezic nivelurile minime.

10 MARTIE 2008

În mare am avut dreptate cu predicțiile mele pentru 2008, dar au existat câteva abateri minore care au avut un impact semnificativ atât asupra cursului evenimentelor, cât și în ceea ce privește performanța investițiilor noastre.

- Dezmembrarea sistemului financiar a fost mai gravă decât anticipasem. Piețe despre care nici nu știam că există, precum piața obligațiunilor municipale vândute la licitație, s-au prăbușit. Soldurile creditoare continuă să se înmulțească și pierderile cresc de la o zi la alta. Băncile și brokerii au crescut de curând cerințele referitoare la marjă, iar fondurile

speculative ce mizau pe efectul de levier se văd nevoite să renunțe la acesta. Unele din ele chiar sunt în situația de lichidare. Criza încă se mai poate extinde: piața uriașă a swapurilor pe risc de credit încă nu s-a manifestat pe deplin. Pierderile de bilanț vor atinge un nivel record în primul trimestru al lui 2008. E posibil să se înregistreze pierderi și în trimestrele următoare, dar nu la fel de severe.

- Bursele de mărfuri se prezintă mai bine decât credeam. Prețul minereului de fier a crescut cu 60%, nu cu 30%, iar uncia de aur se apropie de 1000 de dolari.
- Rezerva Federală s-a clătinat mai puternic decât mă așteptam. Rata fondurilor federale a scăzut cu trei sferturi de procent în ședința de urgență din 22 ianuarie și s-a mai mișcat cu încă jumătate de procent în ședința uzuală din 30 ianuarie.
- În ciuda situației dramatice, Rezerva Federală nu a reușit să reducă dobânzile la creditele ipotecare, dar din alt motiv decât cel anticipat de mine. Amploarea creditelor debitoare, și nu curba descendentă a randamentului, a fost principalul factor de creștere al dobânzilor la creditele ipotecare. Randamentul obligațiunilor guvernamentale pe 10 ani a scăzut brusc și poziția noastră de vânzare *short* s-a dovedit una foarte costisitoare.
- Piața indiană a suferit o cădere masivă. Nu am renunțat la timp la pozițiile *long*, așa că am simțit efectele în plin. Pierderile din aceste două poziții (China nu ne-a afectat atât de mult) amenință câștigurile din contul macro și, drept urmare, suntem puțin peste limita de supraviețuire pentru anul în curs.

Am multiplicat pozițiile *short* în dolari și în instrumente financiare de pe piețele din Statele Unite și din Europa și am diminuat ușor pozițiile *short* în obligațiuni guvernamentale, așa încât suntem poziționați destul de bine pentru perioada imediat următoare. Mă aștept să se ajungă din nou la nivelul minim al acțiunilor, cel atins în ianuarie, cu acțiunile instituțiilor financiare atingând niveluri foarte scăzute în timp ce piața, per ansamblu, rămâne la un nivel mediu. Acest fapt poate duce la o intensificare a tranzacțiilor pe piață, dar cred că nivelul acțiunilor va scădea încă și mai mult în lunile ce vor urma.

De curând ni s-a alăturat un nou director de investiții; asta îmi va permite să mă distanțez de piață. Intenționăm să ne acoperim unele din pozițiile *short* în momentul în care acțiunile vor atinge nivelul minim și

poate să introducem poziții *long* pe unele acțiuni care vor beneficia de pe urma unui dolar slăbit, apoi să stabilim alte poziții *short*, atunci când tranzacțiile se vor intensifica. Noul director de investiții cunoaște bine piața obligațiunilor. El a acumulat unii dintre indecșii ipotecari cu cele mai mari rate și intenționează să sporească pozițiile noastre *short* în obligațiuni guvernamentale pe termen lung.

16 MARTIE 2008

A fost o săptămână dramatică. Eliminarea efectului de levier din fondurile de *hedging* a continuat, iar unele dintre ele sunt lichidate forțat, accentuând scăderea acțiunilor și extinderea creditelor. Dolarul atinge noi cote minime, cu moneda euro sărind de 1,55 USD și yenul ajungând la 100 pe dolar. Presiunile de pe piețele valutare se intensifică. Atât moneda Chinei, cât și monedele statelor din Golf își consolidează poziția față de dolar. Joia aceasta compania Bear Sterns a fost suspectată că poartă o parte din vină, ceea ce a forțat Rezerva Federală să îi sară, vineri, în ajutor, oferindu-le o linie de credit prin intermediul JP Morgan. Panica este aproape palpabilă. Am continuat să multiplicăm pozițiile *short* pe dolar, dar mergem în contra curentului de scădere a acțiunilor și de continuă creștere a obligațiunilor guvernamentale. Am cumpărat câteva acțiuni Bear Sterns și am vândut niște derivate ale aceleiași companii (prima dată când acționăm pe acest gen de piață) așteptând ca Bear Sterns să fie scoasă la licitație peste weekend de către Rezerva Federală. E un pariu pe termen scurt care fie se va dovedi profitabil luni, fie va fi șters de pe listă. Până acum, rezultatul este o remiză; fondul continuă să se mențină pe linia de plutire, cu contul macro aducând bani, iar restul fondului ieșind în pierdere. Singura noastră consolare este că portofoliul e mult mai puțin volatil decât piețele în acest moment. Ar fi bine să ne aducă și ceva profit.

20 MARTIE 2008

Altă săptămână plină de evenimente. Bear Sterns nu a fost scoasă la licitație, ci preluată forțat de JP Morgan la 2 dolari pe acțiune. Am avut dreptate pe jumătate: am câștigat din derivate, dar am pierdut substanțial din acțiuni. Acționarii de la Bear sunt nemulțumiți, dar probabil lipsiți

de putere în acest context. Am omis să luăm în considerare faptul că Bear nu este o companie tocmai populară, iar Rezerva Federală se va folosi de ocazie pentru a gestiona riscul moral pedepsind acționarii.

Pieţele au fost şocate de decizia Rezervei Federale, iar luni s-a înregistrat un record al vânzărilor. Am profitat de ocazie pentru a ne acoperi poziţiile *short* în acţiuni financiare şi până marţi dimineaţa riscul acţiunilor noastre era la un prag neutru, pariind că Lehman Brothers, care a fost sub asediu în cursul zilei de luni, va rezista atacurilor. Am avut dreptate şi, după ce Rezerva a redus dobânzile cu încă 75 de puncte, acţiunile au avut cel mai bun curs din anul curent. Acest fapt ar fi trebuit să impulsioneze tranzacţiile pentru încă vreo câteva săptămâni, dar piaţa acţiunilor a încălcat toate regulile şi a căzut din nou miercuri. În fiecare secvenţă creştere-declin oamenii tind să creadă că regulile de bază nu se mai aplică, dar se înşeală. De data aceasta, însă, lucrurile stau cu totul altfel, confirmându-mi teoria că această criză nu seamănă cu nici o alta. Mai mult decât atât, dolarul s-a apreciat rapid marţi dimineaţă, provocând pagube în contul macro. Fondul este acum la un nivel foarte scăzut pentru tot anul. Pun creşterea rapidă a dolarului pe seama lichidării poziţiilor speculative, unele forţate, altele din motive tehnice. Intenţionez să îmi păstrez poziţiile, dar mă aştept la pierderi suplimentare. Unul din avantajele de a avea un efect de levier foarte scăzut este că îmi pot permite aceste pierderi.

Trebuie să închei experimentul în timp real pentru că manuscrisul trebuie să ajungă la editor. Aş fi preferat să-l închei cu fondul pe profit în ansamblu, nu doar în contul macro, dar acest rezultat poate fi mai util pentru scopul acestei cărţi. Suntem într-o perioadă de eliminare forţată a efectului de levier şi de colaps al imperiilor financiare. E greu să te sustragi unor astfel de efecte.

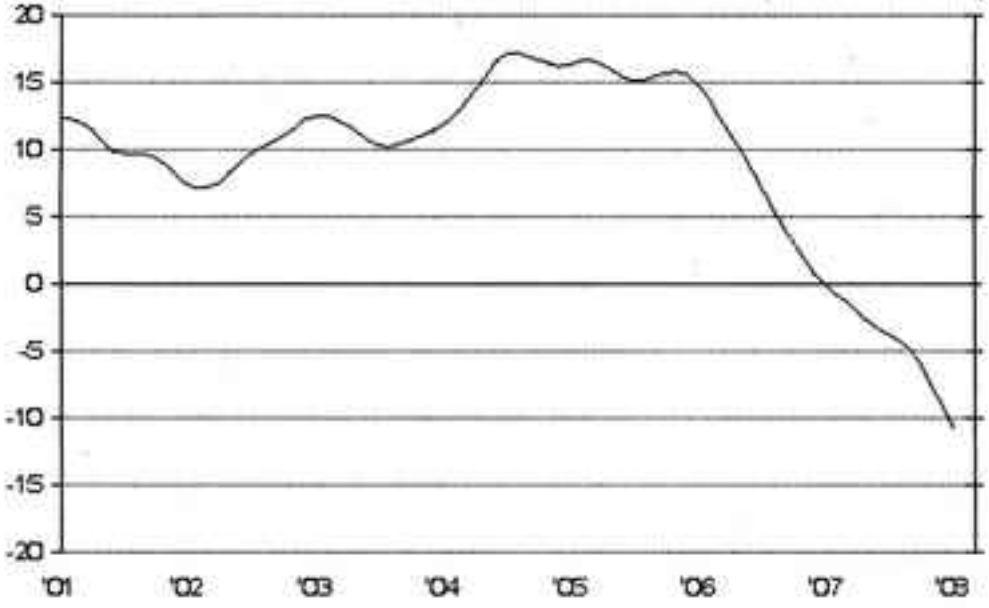
23 MARTIE 2008

Scriind concluzia acestei cărţi am înţeles mai bine la ce anume trebuie să ne aşteptăm pe parcursul lui 2008. Pe baza acestor concluzii îmi voi orienta investiţiile financiare. Voi încheia deci experimentul în timp real citând pasajul-cheie din concluziile cărţii:

> În cele din urmă guvernul american va trebui să folosească banii contribuabililor pentru a stopa declinul preţurilor de pe piaţa

imobiliară. Până atunci însă, preţurile vor continua să scadă accelerat, oamenii îşi vor părăsi casele a căror valoare a scăzut sub cea a ipotecii şi din ce în ce mai multe instituţii financiare vor ajunge la faliment, ceea ce va accentua şi mai mult recesiunea şi declinul dolarului. Administraţia Bush şi majoritatea analiştilor economici nu înţeleg faptul că pieţele îşi pot consolida singure nu doar tendinţele de creştere, ci şi pe cele de scădere. Ei aşteaptă ca piaţa imobiliară să ajungă singură la un nivel minim, dar acesta este mai departe decât anticipează ei.

S&P / Case Shiller – Indexul preţurilor locuinţelor
Analiză pe 20 de oraşe AN/AN %, din ianuarie



SURSA: S&P/Case-Shiller Home Price Index, 25 martie 2008

Capitolul 8

CÂTEVA RECOMANDĂRI DE PRINCIPIU

Ar fi prematur să avansez recomandări ferme legate de politicile financiare. Și asta din mai multe motive. În primul rând, sunt prea implicat în activitatea pieţelor de profil ca să aloc suficient timp de gândire acestei chestiuni. Drama care se desfăşoară în prezent afectează toate planurile şi pentru mine implică o mulţime de riscuri. Ar trebui să mă detaşez de mersul pieţelor pentru a putea reflecta obiectiv la posibilele recomandări. În al doilea rând, nu putem aştepta prea multe de la administraţia curentă. Iniţiativele majore vor trebui să vină de la un nou preşedinte şi doar un preşedinte democrat ar putea schimba lucrurile, ducând naţiunea într-o direcţie nouă. În al treilea rând, situaţia este foarte gravă şi orice nouă iniţiativă ar trebui dezbătută intens şi în amănunt. Vă voi expune în rezumat ideile mele, mai degrabă sub forma unor subiecte de dezbatere decât sub cea a unor recomandări ferme.

În mod evident industria financiară scăpată de sub control devastează economia şi trebuie luată în stăpânire. Acordarea creditelor este prin natura ei un proces reflexiv care trebuie să fie bine reglementat pentru a preveni excesele. Trebuie să ne reamintim, însă, că cei care fac regulile sunt nu numai oameni, deci supuşi greşelii, ci şi birocraţi. O reglementare strictă, excesivă, ar dăuna puternic dezvoltării economice. Întoarcerea la politicile care au funcţionat după cel de-al Doilea Război Mondial ar fi o mare greşeală. Disponibilitatea creditelor stimulează nu doar productivitatea, ci şi flexibilitatea şi inovaţia. Nu trebuie să punem acordarea creditelor într-o cămaşă de forţă. Lumea este guvernată de incertitudine, iar pieţele se pot adapta la condiţiile în perpetuă schimbare mai bine decât birocraţii.

În acelaşi timp, trebuie să admitem că pieţele nu se adaptează pasiv la condiţiile schimbătoare, ci influenţează în bună măsură cursul evenimentelor. Pieţele pot crea, ele însele, instabilitatea şi incertitudinea, care fac ca flexibilitatea lor să fie atât de preţioasă. Acest lucru nu trebuie pierdut din vedere în alcătuirea politicilor macroeconomice. Pieţele trebuie să aibă cea mai vastă arie de acţiune compatibilă cu stabilitatea economică.

În mare parte, excesele de pe pieţele financiare sunt cauzate de incapacitatea regulatorilor de a le ţine sub control. O parte din noile metode şi instrumente financiare apărute au avut la bază premise false. Ele s-au dovedit a fi imposibil de susţinut şi în consecinţă vor trebui abandonate. Altele însă sunt de ajutor în protecţia împotriva riscurilor şi vor trebui menţinute în funcţiune. Cei care reglementează pieţele trebuie să aibă o imagine clară a inovaţiilor de ultimă oră şi să nu permită practici pe care nu le înţeleg în totalitate. Ideea că managementul riscului poate fi lăsat în totalitate pe seama jucătorilor din piaţă a fost o aberaţie. Există anumite riscuri sistemice care trebuie gestionate de autorităţile de reglementare. În acest scop, ele trebuie să deţină toate informaţiile de care au nevoie. Participanţii de pe piaţă, inclusiv fondurile speculative, fondurile de investiţii din proprietatea statului şi alte entităţi care nu sunt reglementate specific, trebuie să furnizeze aceste informaţii autorităţilor, chiar dacă acest fapt implică un proces costisitor şi complicat. În comparaţie cu costurile unui colaps, aceste costuri devin nesemnificative.

Hazardul moral pune o problemă spinoasă, dar nu imposibil de rezolvat. Să fim sinceri: atunci când sistemul financiar este în pericol, autorităţile trebuie să cedeze. Fie că le place sau nu, instituţiile de creditare trebuie să accepte faptul că se află sub protecţia autorităţilor şi, în consecinţă, trebuie să plătească un anumit preţ. Autorităţile trebuie să exercite un control mai strict în faza de expansiune a creditelor. Evident, acest lucru va limita profitabilitatea afacerilor. Cei angajaţi în domeniu vor milita împotriva acestui lucru, dar acordarea creditelor trebuie să rămână o activitate bine reglementată. Dacă lucrurile scapă de sub control, iar instituţiile financiare au nevoie de ajutor, responsabilitatea aparţine autorităţilor. În ultimii ani lucrurile au scăpat de sub control, iar industria financiară a fost lăsată să se extindă mult prea mult, devenind mult prea profitabilă.

Cea mai importantă lecţie care poate fi învăţată din criza curentă este aceea că autoritatea monetară ar trebui să fie preocupată nu doar de controlul fluxului de monedă, ci şi de acordarea de credite. Monetarismul

este o doctrină falsă. Banii și creditul nu merg mână în mână. Autoritățile trebuie să aibă în vedere nu doar inflația generată de salarii, ci și evitarea crizelor de producție. Prețurile bunurilor depind nu doar de disponibilitatea banilor pe piață, ci și de dorința de a îi oferi sub formă de împrumut. Autoritățile monetare trebuie să supravegheze și să țină cont nu numai de cantitatea de monedă, ci și de condițiile de creditare. Se poate obiecta că a cere autorităților monetare să monitorizeze prețurile bunurilor înseamnă a le încărca cu prea multe sarcini. Această obiecție ar fi validă în cazul în care rolul acestor autorități s-ar limita la aplicarea mecanică a unor reguli. Sarcina lor este însă mult mai complexă. Autoritățile monetare sunt implicate într-un joc delicat de gestionare a așteptărilor și ele folosesc toate trucurile tehnicilor de manipulare. Este vorba aici mai mult de o artă, decât de o știință propriu-zisă. Alan Greenspan a fost un mare artist al manipulării. Din păcate, însă, și-a folosit talentul pentru o cauză greșită și s-a comportat ca un fundamentalist al pieței.

Atât balonul imobiliar, cât și super-balonul s-au caracterizat prin utilizarea excesivă a efectului de levier. Acest fapt a fost motivat prin modele sofisticate de management al riscului care au luat în calcul riscurile cunoscute, dar au ignorat incertitudinile inerente reflexivității. Chiar dacă nu întreprind nici o altă acțiune, autoritățile de reglementare ar trebui să preia controlul asupra utilizării levierului, control pe care obișnuiau să îl exercite mai demult. Acțiunile fac încă obiectul cerințelor referitoare la marjă, deși acestea au devenit practic inutile, întrucât există nenumărate moduri de a le ocoli în mod legal. Instrumentele financiare bazate pe ipoteci și cele sintetice nu au fost supuse controlului niciodată, pentru că au fost introduse pe piață în timpul erei fundamentaliste. Controlarea efectului de levier va reduce atât dimensiunile, cât și profitabilitatea industriei financiare, dar ea este o acțiune necesară în interes public.

O măsură specifică, ce ar putea rezolva parțial problema, ar fi înființarea unei case de compensare-decontare. Contracte în valoare de 45 de mii de miliarde de dolari au rămas în aer și deținătorii lor nu au nici cea mai vagă idee dacă partenerii lor și-au luat măsurile de asigurare necesare. Este probabil că o parte dintre ei nu își vor putea îndeplini obligațiile la termen. Această perspectivă întunecă orizonturile pieței financiare precum o sabie a lui Damocles ce amenință în permanență să cadă. Acest lucru a jucat probabil un rol important în decizia Rezervei Federale de a nu lăsa Bear Sterns să ajungă la faliment. Stabilirea unei case de compensare-decontare,

cu o structura de capital solidă şi cerinţe stricte legate de marjă, care să preia toate contractele existente şi viitoare, ar aduce numeroase avantaje.

Cum se poate ieşi din haosul creat de balonul imobiliar? Politicile fiscale şi monetare anticiclice ar fi un demers necesar dar, din motivele prezentate mai sus, nu unul suficient. Pentru stoparea prăbuşirii preţurilor la case şi pentru atenuarea efectelor sunt necesare măsuri suplimentare şi este de dorit ca un număr cât mai mare de oameni să îşi păstreze casele. Aceasta se aplică atât în cazul deţinătorilor de ipoteci cu risc sporit, cât şi în al celor ale căror ipoteci depăşesc în acest moment valoarea caselor. Îi putem considera victime ale balonului imobiliar care merită o perioadă de relaxare. O relaxare care poate avea două tăişuri, întrucât valoarea ipotecilor vine tocmai din executarea forţată. Dacă în mai toate ţările debitorul este personal responsabil, în Statele Unite executarea silită este singura soluţie la îndemâna creditorului în cazul în care debitorul nu îşi achită ratele la timp. Pe de altă parte, executările forţate ar reduce şi mai mult preţul caselor şi ar adânci haosul imobiliar. Ele ar fi costisitoare pentru toate părţile implicate şi s-ar traduce în efecte secundare negative pentru piaţă. Ce se poate face pentru a echilibra toate aceste elemente? Acesta este un subiect căruia i-am acordat mai multă atenţie decât celorlalte discutate până acum şi în tratarea căruia am implicat şi fundaţia mea, Institutul pentru o Societate Deschisă. Iată concluziile mele preliminare.

Circa 40% din cele 7 milioane de credite ipotecare cu risc ridicat vor ajunge la lichidare de neplată în următorii doi ani. În cazul creditelor cu rate ajustabile problema va avea acelaşi ordin de mărime, dar se va derula într-o perioadă mai mare de timp. Acest fapt va menţine presiunea de scădere a preţurilor caselor şi este probabil ca ele să scadă încă o bună perioadă de timp dacă nu sunt oprite de o intervenţie guvernamentală.

Suferinţa în plan uman provocată de criza creditelor ipotecare va fi enormă. Există dovezi substanţiale că pensionarii au fost victimele unor practici rapace, la limita legii, astfel încât ei sunt în mare majoritate în situaţia de executare pentru neplată. Comunităţile de culoare au fost şi ele afectate disproporţionat. Dat fiind că deţinerea în proprietate a unei case este un factor cheie pentru creşterea oportunităţilor şi a averii în Statele Unite, cei mai grav afectaţi vor fi tinerii de culoare din clasa de mijloc, cu studii superioare şi mobilitate sporită. Ei sunt aceia care au crezut în promisiunile unei societăţi fondate pe proprietatea privată, iar casele sunt proprietatea lor. Avem un prim exemplu în Prince George, Maryland, una din cele mai prospere comunităţi predominant de culoare, care

înregistrează acum cea mai mare rată a lichidărilor pentru neplată din întregul Maryland. Statisticile din acest stat arată că 54% dintre proprietarii de case afro-americani au credite cu risc ridicat, față de numai 47% dintre hispanici și 18% albi.

Lichidările forțate pentru neplată tind să scadă valoarea caselor din jur, împingând și mai mulți proprietari să renunțe la case deoarece ipoteca acestora depășește valoarea lor de pe piață. În cele din urmă lichidările forțate afectează cartiere întregi și au repercusiuni în diverse alte arii, precum șomajul, educația, sănătatea și protecția copiilor. Măsurile guvernamentale ar trebui să aibă în vedere tocmai evitarea acestor lichidări premature de credite. Inițiativele lansate de administrația Bush nu sunt nimic altceva decât un exercițiu de relații publice. Odată aplicate toate restricțiile și limitările, practic nu mai poți face nimic.

Sunt necesare atât abordări sistemice, cât și unele specifice, personalizate. În privința celor sistemice, cred că Barney Frank este pe calea cea buna, deși nu merge suficient de departe în dorința de a-și asigura sprijinul ambelor tabere din Camera Reprezentanților. El a înaintat două propuneri de lege care ar restabili echilibrul între dreptul la lichidare forțată și descurajarea exercitării acestui drept — dacă ar fi adoptate în ordinea propusă. Mai întâi, el ar modifica legea falimentului, astfel încât judecătorul sindic să poată schimba condițiile de creditare pentru reședința principală. Acest lucru i-ar determina pe creditori să modifice singuri termenii împrumutului, pentru a evita soluționarea în justiție a ipotecii sau chiar reducerea acesteia. Obiecțiile ridicate de către reprezentanții Partidului Republican s-au referit la faptul că acest gen de lege ar încălca drepturile creditorilor, făcând pe termen lung creditele ipotecare chiar mai scumpe. Dar propunerea lui Frank vizează doar contractele de ipotecă încheiate între ianuarie 2005 și iunie 2007. Mai mult decât atât, legea actuală a falimentului permite deja modificarea ratelor ipotecare pentru reședințele secundare și nu a afectat în mod serios costul acestora.

În al doilea rând, Frank ar permite Administrației Federale pentru Locuințe (AFL) să asigure garanțiile ce ar permite refinanțarea debitorilor cu risc ridicat și relaxarea condițiilor lor de creditare. Beneficiarii contractului inițial de ipotecă ar fi plătiți din fondurile puse la dispoziție de AFL, cu până la 85% din valoarea actualizată a casei respective. În compensație, AFL va deține o a doua ipotecă asupra proprietății. Dacă proprietarul vrea să vândă casa sau să își refinanțeze împrumutul, el va achita maximul între (1) o taxa de ieșire din sistem, egală cu 3% din suma împrumutată

inițial de la AFL; sau (2) un procent descrescător din profiturile lui (de exemplu 100% în primul an, 20% în al cincilea an și 0% în anii următori). După cel de-al cincilea an, practic, se va achita doar taxa de ieșire din sistem, de 3%.

Faptul că această inițiativă se bazează pe voluntariat constituie atât avantajul, cât și slăbiciunea ei. Partea bună este că nu încalcă dreptul la lichidarea creditului pentru neplată. Partea proastă este că se poate aplica doar la un segment restrâns al celor afectați de problema creditelor ipotecare. Ea se limitează doar la debitorii ale căror venituri sunt cel puțin egale cu de două ori și jumătate valoarea dobânzilor creditului. În același timp, beneficiarii ipotecilor ar trebui să accepte o sumă de 85% din valoarea de piață a casei, fără nici o perspectivă de câștiguri viitoare datorate creșterii valorii acesteia. Propunerea lui Frank referitoare la AFL ar putea deveni lege în timpul administrației Bush, dar probabil nu va avea un impact hotărâtor în criza imobiliară și ar trebui extinsă substanțial pentru a face cu adevărat o diferență. Modificarea legii falimentului ar fi mult mai eficientă în acest context, dar ea nu este susținută de actuala administrație.

Conform reprezentanților industriei ipotecare, există o serie de impedimente de ordin legal și practic ce nu permit intermediarilor să modifice condițiile creditelor cu risc ridicat, care se apropie de lichidarea pentru neplată. Aceștia susțin că securizarea sistemelor ipotecare face împrumuturile individuale dificil de urmărit și că reglementările în domeniu le limitează posibilitatea de a modifica din mers condițiile de creditare. Dar principalul impediment este „războiul facțiunilor". Diversele entități implicate au diverse interese asupra aceluiași împrumut — unii pot avea prioritate în ceea ce privește sumele împrumutate, alții în ceea ce privește dobânzile. Din acest motiv, intermediarii de pe piață nu doresc să modifice condițiile creditelor — o entitate ar avea de suferit mai mult decât alta, iar intermediarii sunt responsabili în mod egal față de toate entitățile implicate.

Toată lumea este însă de acord că agregatele contractuale gestionate în comun oferă o flexibilitate mai mare decât se credea până acum. Agenția de *rating* Moody confirmă că rata de modificare a creditelor este în creștere, dar ea a afectat doar 3,5% din creditele lichidate în 2007. Beneficiile acestor operațiuni ar trebui mai bine cuantificate și documentate pentru a convinge debitorii să exercite o presiune mai mare asupra instituțiilor care le-au acordat creditele.

Din păcate încă, chiar în contextul unor reforme consistente, destui proprietari vor fi nevoiți să renunțe la locuințele lor, iar administrațiile locale vor trebui să fie conștiente de această problemă. Și, cum contractele cele mai lipsite de scrupule au fost încheiate în zonele populate majoritar de minoritari afro-americani, care sunt cei mai vulnerabili din punct de vedere financiar, administrațiile locale se vor confrunta cu un număr mare de proprietăți aruncate pe piață exact acolo unde piața este cel mai puțin pregătită să le absoarbă. Problema va fi ca aceste proprietăți să fie transferate rapid unor cumpărători responsabili care să le ocupe și să le întrețină corespunzător.

Ajutorarea comunităților locale se va dovedi un teren propice pentru acțiuni filantropice private. În combinație cu fonduri federale și de la guvernele locale, acestea ar avea un impact și o arie de acoperire corespunzătoare. Fundația mea sprijină inițiativele locale din New York și Maryland.

În New York am creat Centrul pentru Comunitățile New Yorkului care este alimentat de fonduri de la guvernul statului New York, din acțiuni filantropice private și de la instituții financiare. El se ocupă cu sporirea și coordonarea acțiunilor de împiedicare a lichidărilor de neplată, cu servicii de consiliere și asistență legală, remediere a creditelor și educație preventivă pe acest subiect. Scopul principal al Centrului este acela ca debitorii să rămână în casele lor. În cazurile în care acest lucru nu este posibil, Centrul se va ocupa de transferul proprietăților către cumpărători responsabili sau către organizații nonprofit care să mențină stabilitatea comunităților afectate. Centrul va acționa ca un broker onest, intermediind comunicarea între debitori, creditori și instituțiile financiare. Chiar dacă piața imobiliară din New York nu este printre cele mai grav afectate de criza curentă, sper ca soluțiile locale testate aici să fie un exemplu valabil pentru alte comunități cu probleme.

În Maryland se depun eforturi susținute pentru a ajuta debitorii aflați în lichidare pentru neplata ipotecilor. Coaliția pentru Salvarea Proprietăților din Baltimore și o coaliție similară din Prince George's County se află și ele în sprijinul proprietarilor de case cu probleme. Un factor care le limitează eficiența este lipsa consilierilor bine pregătiți. Plănuim să susținem mai multe sesiuni de instruire în acest sens, unele dintre ele beneficiind și de suportul financiar al guvernului.

Cercetăm și alte măsuri ce pot fi implementate.

Concluzii

Principalul scop al acestei cărți este acela de a demonstra validitatea și importanța reflexivității. Momentul este unul prielnic. Paradigma dominantă — teoria echilibrului și derivatul ei politic, fundamentalismul de piață — s-a dovedit incapabilă de a explica starea curentă a lucrurilor, ba chiar poate fi considerată unul din factorii care au contribuit la aceasta. Avem nevoie de o nouă paradigmă. Dar cea nouă, pe care o propun aici — recunoașterea reflexivității — încă nu și-a dovedit validitatea. Până acum nu a putut concura cu teoria echilibrului pentru că nu a putut furniza predicții inatacabile. Din acest motiv nici nu a primit atenția cuvenită din partea economiștilor. Acum însă, când teoria echilibrului s-a dovedit un eșec atât din punctul de vedere al predicțiilor, cât și al explicațiilor, terenul este pregătit. Trebuie să se acorde credit ideii că reflexivitatea introduce un element de incertitudine în întreprinderile umane, în general, și în pieţele financiare, în particular. Dar teoria trebuie demonstrată practic. În materie de explicații am făcut tot ce mi-a stat în putință. M-am folosit de propriul cadru conceptual pentru a mă orienta în deciziile investiționale. Sunt convins că acesta este perfectibil și am la dispoziție o viață întreagă de experiențe (cele două elemente fiind legate) pentru a înțelege cum va evolua viitorul. Susțin că ne aflăm la sfârșitul unei epoci. Cum va arăta era cea nouă?

Nu se pune problema unor predicții ferme. Viitorul depinde de măsurile ce vor fi adoptate în urma crizei actuale. Dar putem identifica problemele existente și putem analiza posibilele măsuri. Putem să facem predicții sigure despre cum NU va arăta era următoare. Perioada de expansiune a creditelor de după cel de-al Doilea Război Mondial nu a fost urmată de

o perioadă la fel de lungă de restrângere a creditelor. Procesele de balon nu sunt simetrice ca formă; o creştere îndelungată şi exponenţială este urmată de o cădere bruscă şi substanţială. În consecinţă, restrângerea creditelor este de aşteptat să se petreacă într-un viitor destul de apropiat. Preţurile caselor au scăzut deja cu 10% şi este de aşteptat să scadă cu alte 20 de procente în anul următor. Eliminarea efectului de levier din fondurile de *hedging* şi din bilanţurile bancare este în plin avânt şi nu mai poate continua în ritmul actual prea multă vreme. Acţiunea poate să primească un impuls suplimentar din cauza recesiunii sau a altor dezechilibre, dar cu toate acestea e probabil să nu dureze mai mult de un an. Sfârşitul perioadei de restrângere a creditelor va aduce probabil o relaxare pe termen scurt a pieţei, dar e improbabil să fie urmată de o nouă perioadă de expansiune a ratelor, similară celor cu care suntem obişnuiţi.

Chiar dacă recesiunea este inevitabilă în acest moment (aprilie 2008) pentru Statele Unite, nu există nici un motiv pentru o recesiune la nivel global. În alte părţi ale lumii economiile sunt în plină expansiune şi pot deveni puncte de echilibru care să contrabalanseze recesiunea din Satele Unite şi creşterea economică lentă din Europa şi Japonia. Problemele economice de aici pot avea însă repercusiuni în plan politic care să afecteze economia mondială.

Sfârşitul perioadei de super-balon nu înseamnă însă sfârşitul tuturor baloanelor. Dimpotrivă, unele sunt abia în formare. Fuga de un dolar slab a întărit poziţia altor investiţii, de genul materiilor prime şi al energiei. Legislaţia biocombustibililor a determinat o expansiune în domeniul produselor agricole. Aprecierea monedei naţionale a Chinei a făcut ca ratele reale ale dobânzilor să devină negative, ceea ce în general se asociază cu un balon al proprietăţilor.

Ce înseamnă cu adevărat sfârşitul unei epoci? În cazul de faţă înseamnă sfârşitul unei perioade de stabilitate relativă bazată pe dominaţia Statelor Unite ca putere economică mondială şi pe dolar ca principală valută de rezervă. Prevăd o perioadă de instabilitate politică şi financiară care sper că va avea drept rezultat o nouă ordine mondială.

Pentru a vă face o imagine mai clară va trebui să explic un anumit aspect al cadrului meu conceptual pe care nu l-am accentuat suficient până acum. Am vorbit de postulatul falibilităţii, despre faptul că toate întreprinderile umane sunt supuse greşelii, deşi aceste greşeli nu sunt observate decât după un anumit interval de timp de la iniţierea respectivei întreprinderi. Concluzia este că şi întreprinderile cu greşeli se pot dovedi stabile

pentru o anumită perioadă. Am vorbit de diferența fundamentală dintre științele naturale și cele sociale. Unul din modurile în care se manifestă această diferență este aceea că mașinile ce utilizează forțele naturii trebuie să se supună legilor naturii; ele trebuie să fie bine formate, cum spun filozofii. Hidrocentralele trebuie să producă energie iar motoarele să ardă combustibil într-un mod controlat, armele nucleare trebuie să elibereze energia atomică sub forma unei explozii și așa mai departe. Aranjamentele sociale nu se supun acelorași reguli; este suficient ca oamenii să le accepte dintr-un motiv sau altul, fie că este vorba de tradiție, convingere sau impuls de moment. Aranjamentele sociale nu pot fi niciodată „bine formate" din cauza inabilității participanților de a-și baza deciziile exclusiv pe cunoaștere. Orice regim ar fi la putere, el va fi marcat de contradicții de nerezolvat, și va putea fi schimbat rapid de un regim cu principii diametral opuse.

Ceea ce încerc să explic aici într-o manieră abstractă este ceva ce am experimentat într-un mod foarte tangibil de-a lungul vieții mele. Am crescut într-o familie din clasa de mijloc, într-un mediu stabil; apoi am fost pe punctul de a fi ucis de naziști, dacă tata nu mi-ar fi făcut rost de o identitate falsă. Am experimentat începuturile represiunii comuniste din Ungaria; apoi am fost un străin în Anglia, privind din afară o societate închisă și stabilă. Am văzut cum piețele financiare au suferit transformări majore în decursul a 50 de ani și dintr-un nimeni am devenit un om important.

Privind înapoi în trecut, observăm că perioadele stabile vin și pleacă. Acum se derulează o perioadă relativ stabilă, dar în care putem identifica inconsistențe majore la nivelul aranjamentelor sociale. Ele nu sunt noi, și sunt practic inevitabile, în sensul că nici unul din aranjamentele sociale cunoscute nu le poate evita. Să luăm de exemplu cursul ratei de schimb. Orice politică valutară are dezavantajele ei. Cursul fix este prea rigid și nu poate fi menținut multă vreme; cursul variabil are o flexibilitate prea mare; iar cursul variabil controlat tinde să întărească exact trendul pe care își propune să-l modereze. Obișnuiam să glumesc spunând că regimurile valutare seamănă cu cele matrimoniale: oricare ar fi în vigoare acum, opusul său pare cu mult mai atractiv. Să luăm în considerare ordinea mondială curentă. O economie globalizată, bazată pe principii de suveranitate, are o anume inconsistență. Aceasta s-a manifestat în epoca ce tocmai se apropie de sfârșit, dar dominanța Statelor Unite și a dolarului au adus un anumit simț al stabilității. Ceva s-a întâmplat, iar această stabilitate a fost distrusă. Politicile administrației Bush au redus dominația Statelor Unite, iar acum

o criză financiară pune în primejdie sistemul financiar internaţional şi reduce încrederea în dolar a restului lumii.

În modelul meu de dezvoltare-declin, condiţiile „departe de echilibru" sunt caracteristice stadiilor avansate ale balonului de săpun, fiind urmate de o revenire la condiţiile mai normale, apropiate de echilibru. Super-balonul de săpun nu urmează acelaşi model, pentru că nu există condiţii de echilibru la care să se poată reveni. Ne aşteaptă o perioadă de incertitudine ridicată în care aria rezultatelor posibile este cu mult mai largă decât în mod normal. Poate cea mai mare incertitudine este legată de răspunsul autorităţilor în faţa acestor provocări.

Statele Unite se confruntă atât cu o perioadă de recesiune, cât şi cu o lipsă de încredere în dolar, manifestată pe plan internaţional. Scăderea preţurilor la care se adaugă povara tot mai mare a creditelor debitoare, pierderile şi incertitudinile din sistemul bancar, ameninţă să împingă economia pe o pantă accelerat descendentă. În acelaşi timp, fuga de dolar creşte presiunea inflaţionistă, mărind preţurile la energie, mărfuri şi alimente. Banca Centrală Europeană, a cărei misiune este să menţină stabilitatea preţurilor, se opune micşorării ratelor la dobânzi. Acest fapt a creat o discordanţă între politicile monetare din SUA şi Uniunea Europeană şi a pus presiune asupra monedei europene. Euro s-a apreciat mai mult decât renminbi, moneda naţională a Chinei, creând tensiuni comerciale între Europa şi China. Este de aşteptat ca renminbi să ajungă la nivelul euro pentru a evita politicile protecţioniste în Statele Unite şi Europa şi pentru a limita nivelul inflaţiei din China. În schimb, acest fapt va creşte preţurile la Wal-Mart şi va împovăra şi mai mult consumatorul din Statele Unite. Din păcate, administraţia curentă nu pare să înţeleagă situaţia în care se află.

În cele din urmă guvernul american va trebui să folosească banii contribuabililor pentru a stopa declinul preţurilor de pe piaţa imobiliară. Până atunci însă, preţurile vor continua să scadă accelerat, oamenii îşi vor părăsi casele a căror valoare a scăzut sub cea a ipotecii şi din ce în ce mai multe instituţii financiare vor ajunge la faliment, ceea ce va accentua şi mai mult recesiunea şi declinul dolarului. Administraţia Bush şi majoritatea analiştilor economici nu înţeleg că pieţele îşi pot consolida singure nu doar tendinţele de creştere, ci şi pe cele descrescătoare. Ei aşteaptă ca piaţa imobiliară să ajungă singură la un nivel minim, dar acesta este mai departe decât anticipează ei. Administraţia Bush nu îndrăzneşte să folosească banii contribuabililor din cauza ideologiei bazate pe fundamentalismul

de piață, precum și din cauza ezitărilor ei de a lua controlul din mâinile Congresului. Inițiativele și politicile în această direcție au fost lăsate pe seama Rezervei Federale. Acest fapt a pus o presiune prea mare pe o instituție menită să reglementeze problemele de lichiditate și nu pe cele de solvabilitate. Prin operațiunea de salvare a celor de la Bear Sterns și prin facilitățile acordate la împrumuturi, Rezerva Federală este ea însăși într-o situație riscantă. Aștept măsuri mai eficiente de la următoarea administrație. Până atunci, prevăd numeroase schimbări de direcție pe piață ca și în politicile aplicate, dat fiind că cele curente s-au dovedit inadecvate. Curba descendentă va fi foarte dificil de depășit.

* * *

Public această carte după multe ezitări. Mă tem că poate exista un conflict între interesul meu de a o scrie și interesul celor care o vor citi, mai ales în ediție electronică. Pieţele financiare sunt dominate de panică. Oamenii vor să știe ce îi așteaptă. Nu pot să le spun asta, pentru că nu știu. Eu vreau să le spun cu totul altceva. Vreau să le explic condiția umană.

Suntem forțați să luăm decizii fără a avea la dispoziție cunoștințele și informațiile necesare. Am căpătat control asupra forțelor naturii. Asta ne face foarte puternici. Deciziile noastre au un impact major. Putem să facem foarte mult bine sau foarte mult rău. Dar încă nu am învățat să ne controlăm pe noi înșine. În consecință, trăim în condiții de maximă incertitudine și pericol. Trebuie să înțelegem mai bine situația în care ne aflăm. Incertitudinea este greu de acceptat. Este tentant să scăpăm de ea păcălindu-ne pe noi înșine și pe cei din jur, dar acest fapt ne aduce și mai multe probleme.

Mi-am dedicat viața unei mai bune înțelegeri a realității. În această carte m-am concentrat pe pieţele financiare pentru că îmi oferă laboratorul ideal în care să-mi testez teoriile și m-am grăbit să public aceste rânduri pentru că trăim niște timpuri în care concepțiile greșite ne-au pus în grav pericol. Acest lucru ar trebui să demonstreze măcar și numai ce important este să înfrunți realitatea, în loc să încerci să o eviți. Desigur, nu putem niciodată înțelege pe deplin realitatea și nu pretind că teoria reflexivității este adevărul suprem. Teoria susține tocmai că adevărul suprem este dincolo de posibilitățile umane și explorează rolul pe care concepțiile eronate îl joacă în derularea evenimentelor. Nu este un subiect de care oamenii să fie foarte interesați atunci când pieţele financiare sunt în fierbere, dar sper că vor reflecta totuși asupra lui. În schimb, sper că am

reuşit să le ofer o imagine mai clară cu privire la ceea ce se întâmplă pe aceste pieţe.

Aş vrea să închei cu un apel: sper ca aceste rânduri să nu fie concluzia, ci începutul unui efort concentrat îndreptat în direcţia unei mai bune înţelegeri a condiţiei umane. Cum putem să ne guvernăm mai bine, în condiţiile în care avem controlul asupra forţelor naturii? Cum poate fi reconciliată noua paradigmă a pieţelor financiare cu cea veche? Cum ar trebui reglementate pieţele noastre financiare? Cum poate fi reformat sistemul financiar internaţional? Cum putem gestiona încălzirea globală şi proliferarea armelor nucleare? Cum putem îmbunătăţi ordinea mondială? Acestea sunt întrebările cărora trebuie să le găsim răspuns şi sper ca ele să ducă la o dezbatere aprinsă.

Mulțumiri

În mod normal aș face să circule manuscrisul prin cât mai multe mâini și l-aș revizui permanent pe baza observațiilor primite. De data asta nu am avut timpul necesar. Doar câțiva oameni mi-au oferit un *feedback* valoros: Keith Anderson, Jennifer Chun, Leon Cooperman, Martin Eakes, Charles Krusen, John Heimann, Marcel Kasumovich, Richard Katz, Bill McDonough, Pierre Mirabaud, Mark Notturno, Jonathan Soros, Paul Soros, Herb Sturz, Michael Vachon și Byron Wien. Am primit o asistență neprețuită cu privire la aspectele filosofice ale lucrării din partea lui Colin McGinn, care a făcut comentarii detaliate pe text și m-a ajutat cu câteva dificultăți conceptuale. Charles Morris, a cărui carte o recomand cu căldură, înțelege complexitatea instrumentelor financiare sintetice mult mai bine decât mine.* El și Marcel Kasumovich m-au ajutat în redactarea Introducerii și a Părții a II-a. Raquiba LaBrie și Herb Sturz de la fundația mea au organizat o ședință cu experți în lichidarea de neplată. Ei, împreună cu Solomon Greene și Diana Morris, m-au ajutat cu recomandări legate de măsurile necesare în acest domeniu. Keith Anderson a furnizat graficele de care m-am servit în Capitolul 5. Editorii mei, Peter Osnos și întregul colectiv de la Public Affairs au realizat imposibilul publicând această carte în format electronic la doar câteva zile după ce le-am trimis varianta finală. Yvonne Sheer și Michael Vachon au fost de ajutor ca de obicei cu întregul proiect. Responsabilitatea pentru acest text îmi aparține, firește, în întregime.

* Charles R. Morris, *The Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash* (New York:PublicAffairs, 2008).

Despre autor:

George Soros este președintele Soros Fund Management și fondatorul unei rețele globale de fundații dedicate sprijinirii societăților deschise. Este autorul mai multor volume de succes, incluzând *Supremația americană: un balon de săpun*, *Garantând Democrația*, și *Epoca falibilității*. George Soros s-a născut în Budapesta și în prezent trăiește la New York.

GEORGE SOROS

noua paradigmă a pieţelor financiare

criza creditelor din 2008 şi implicaţiile ei

Dincolo de celebritatea câştigată datorită speculaţiilor sale financiare, George Soros ne dezvăluie în cărţile sale un chip mult mai complex: acela al unui analist versat al realităţilor economice, al unui filantrop preocupat de soarta celor din jur şi de mersul societăţii în care trăieşte, dar şi al unui gânditor de o veritabilă dimensiune filozofică. Această nouă carte semnată de George Soros încearcă să atragă atenţia asupra actualei crize financiare, să ofere o analiză aprofundată a acesteia şi să propună *o ecuaţie socioeconomică* în măsură să explice şi să soluţioneze această criză, **teoria reflexivităţii**.

George Soros este preşedinte al *Soros Fund Management* şi fondator al unei reţele globale de fundaţii dedicate sprijinirii societăţilor deschise. Este autorul mai multor volume de succes: *Supremaţia americană: un balon de săpun, Garantând Democraţia, Epoca nesiguranţei. Consecinţele luptei împotriva terorii.*

Află mai mult pe:
www.litera.ro

ISBN 978-973-675-494-4

9 789736 754944

Săptămâna Financiară